

# PERSPECTIVAS del SISTEMA FINANCIERO

105

## La crisis de la deuda soberana



FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

# PERSPECTIVAS del SISTEMA FINANCIERO

105

2012



FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS



FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

## PATRONATO

ISIDRO FAINÉ CASAS

*(Presidente)*

JOSÉ MARÍA MÉNDEZ ÁLVAREZ-CEDRÓN

*(Vicepresidente)*

FERNANDO CONLLEDO LANTERO

*(Secretario)*

MARIO FERNÁNDEZ PELAZ

AMADO FRANCO LAHOZ

JORDI MESTRE GONZÁLEZ

ANTONIO PULIDO GUTIÉRREZ

ADOLFO TODO ROVIRA

VICTORIO VALLE SÁNCHEZ

## PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

### **Director**

CARLOS OCAÑA PÉREZ DE TUDELA

### **Editor**

SANTIAGO CARBÓ VALVERDE

### **Coordinadora de Edición y Documentación**

MYRIAM GONZÁLEZ MARTÍNEZ

### **Edita**

Fundación de las Cajas de Ahorros

Caballero de Gracia, 28; 28013 Madrid

### **Realización**

Advantia Comunicación Gráfica, S.A.

Formación, 16 - Pol. Ind. Los Olivos

28906 Getafe (Madrid)

PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO no se solidariza necesariamente con las opiniones, juicios y previsiones expresadas por los autores de los artículos incluidos en la publicación, ni avala los datos que éstos, bajo su responsabilidad, aportan.

Depósito legal: M. 7.461.-1993  
ISSN: 1132-9564



# SUMARIO

■ INTRODUCCIÓN EDITORIAL .....	V
■ LA CRISIS DE DEUDA SOBERANA: UNA PERSPECTIVA EUROPEA. <i>Álvaro Benzo González-Coloma y Carlos Cuerpo Caballero</i> .....	1
■ EUROLETRAS PARA EL CRECIMIENTO. <i>Gonzalo García Andrés</i> .....	23
■ DEUDA SOBERANA Y ACTIVOS SIN RIESGO. <i>Ángel Berges y David Cano</i> .....	37
■ EL MERCADO EUROPEO DE CDS SOBERANOS EN EL CONTEXTO DE LA CRISIS DE DEUDA SOBERANA. <i>Óscar Arce y Sergio Mayordomo</i> .....	53
■ EL «BUCLE» ENTRE SECTOR BANCARIO Y DEUDA SOBERANA. <i>Santiago Carbó y Francisco Rodríguez</i> .....	67
■ LOS EFECTOS DEL RIESGO SOBERANO SOBRE LA DEUDA PÚBLICA. <i>Víctor Gonzalo</i> .....	77
■ LOS EFECTOS DEL RIESGO SOBERANO SOBRE LA DEUDA PRIVADA. <i>Antonio del Pino</i> .....	83
■ LÍNEAS DE ACTUACIÓN ACOMETIDAS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO DESTINADAS A GARANTIZAR LA ESTABILIDAD FINANCIERA EN LA ZONA EURO. <i>Juan Calvo Vérguez</i> .....	105
<b>DOCUMENTACIÓN</b>	
■ ACUERDO MARCO DE LA FACILIDAD EUROPEA DE ESTABILIZACIÓN FINANCIERA .....	125
■ ENMIENDA AL ACUERDO MARCO DE LA FACILIDAD EUROPEA DE ESTABILIZACIÓN FINANCIERA .....	141
■ TRATADO CONSTITUTIVO DEL MECANISMO EUROPEO DE ESTABILIDAD .....	153
■ MEMORANDO DE ENTENDIMIENTO SOBRE CONDICIONES DE POLÍTICA SECTORIAL FINANCIERA .....	169



# Introducción

Desde la Fundación de las Cajas de Ahorros (Funcas) se ha mantenido a lo largo de los años un empeño en reunir a expertos de diferente procedencia geográfica y profesional para tratar de configurar volúmenes de *Perspectivas del Sistema Financiero* que proporcionen una referencia técnica —aunque orientada a una audiencia general— sobre temas relacionados con el sistema financiero. En ocasiones, este empeño de profundización en el análisis y de abarcar cuestiones candentes, ha enfrentado la dificultad de aprehender la realidad cuando los acontecimientos son especialmente cambiantes. Para solventar esta cuestión, en Funcas se ha optado por hacer de estos acontecimientos el soporte para la explicación de fundamentos y reflexiones concienzudas sobre las cuestiones de interés, más allá de los aspectos coyunturales que afectan a esas cuestiones. El número dedicado a la crisis de la deuda soberana no ha sido una excepción, en la medida en que los artículos presentados recogen los aspectos estructurales más esenciales de esa crisis, si bien todos ellos fueron entregados antes del verano de 2012, tras el cual se han seguido produciendo, como no podía ser de otro modo, acontecimientos importantes. Por ejemplo, el acuerdo del Banco Central Europeo del 6 de septiembre sobre las *Outright Monetary Transactions*, que permitirá al instituto emisor comprar deuda soberana de corto plazo con carácter ilimitado de los países de la Eurozona con tensiones financieras, bajo determinadas condiciones. Aún quedan por conocer muchos detalles de estas decisiones. En todo caso, aunque algunos de estos acontecimientos fueron, de algún modo, anticipados por los autores de este volumen, no se han podido recoger por los plazos de publicación.

Desde finales de 2008, las variaciones y divergencias experimentadas en el rendimiento de los bonos de varios emisores soberanos de la Eurozona han estado sometidas a una considerable volatilidad y en un número importante de países han elevado de forma muy significativa los costes de financiación del conjunto

de la economía. Diversos factores han propiciado que el riesgo-país haya aumentado de forma tan importante en algunos casos. Por un lado, un aumento sustancial del gasto público para tratar de dar una respuesta, en forma de estímulo, a la propia crisis desde puntos de partida muy distintos en cuanto a déficit y deuda pública. Por otro lado, el compromiso de apoyar a las instituciones financieras de importancia sistémica, con importantes costes de rescate que también han tenido y aún pueden tener importantes costes fiscales. Asimismo, las dudas en torno a cuánto tiempo puede prolongarse y a cuántos países puede extenderse la recesión económica han afectado también a la sostenibilidad de las finanzas públicas en Europa.

La interacción entre riesgo soberano y riesgo bancario ha desempeñado un importante papel en este punto. Las tenencias de deuda soberana por parte de las instituciones bancarias han creado vinculaciones cruzadas a lo largo de la geografía europea entre gobiernos e instituciones financieras, así como instituciones públicas y privadas de terceros países. Existe, en este sentido, un fuerte vínculo entre la estabilidad de los mercados de deuda soberana y el funcionamiento de los mercados financieros. En última instancia, se ha puesto incluso en entredicho la consideración tradicional de la deuda pública como activo libre de riesgo en un amplio número de casos.

El abanico de respuestas planteado hasta el momento para dar solución a los problemas estructurales existentes, se solapan con la urgente necesidad de reconocer y enmendar las distorsiones que caracterizan a los mercados financieros y su inherente carácter procíclico. En este sentido, la revisión de la actual gobernanza fiscal, financiera y económica en la Eurozona puede resultar una pieza clave a la hora de garantizar la estabilidad financiera y la sostenibilidad del euro como moneda única. Así, el conjunto de políticas necesarias para resolver la crisis en Europa recae en la

toma de soluciones específicas que refuercen mutuamente la posición de los bancos y el mercado de deuda soberana, junto con una estrategia de crecimiento consistente. Entre otros aspectos, los vehículos de apoyo a la deuda que hasta ahora se han considerado —destacando la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF) y el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE)— han centrado y siguen centrando el debate sobre cómo resolver estas cuestiones y, progresivamente, se enmarcan en un debate aún más amplio sobre una unión bancaria y fiscal en Europa.

La Fundación de las Cajas de Ahorros (Funcas) ha desarrollado el número 105 de *Perspectivas del Sistema Financiero* con el objeto de abordar el estado de la investigación sobre la actual problemática de la crisis de la deuda soberana. Los mercados de deuda soberana de la Eurozona afrontan en la actualidad desafíos sin precedentes y, con el objeto de arrojar algo de luz sobre esta cuestión, se cuenta en este volumen con la contribución de especialistas de reconocido prestigio.

Abre el número el artículo titulado «La crisis de deuda soberana: una perspectiva europea» de **Álvaro Benzo** y **Carlos Cuerdo** (Comisión Europea). En este artículo los autores repasan los principales acontecimientos que han definido la evolución de la crisis de deuda soberana desde una perspectiva europea, detallando el origen de la actual crisis y sus sucesivas fases. También analizan a fondo las respuestas comunes a la crisis y evalúan su impacto en el futuro de la Eurozona, mediante una detallada recopilación de las diferentes estrategias de respuesta europea a los retos de corto y largo plazo, prestando especial atención a la reforma de la gobernanza económica y a la creación de mecanismos *ad hoc* de resolución de crisis. Los autores resaltan el profundo proceso de revisión y cambio experimentado por las estructuras y los principios de la unión monetaria y el mercado único, y destacan la necesidad de reforzar la coordinación y la supervisión económica y presupuestaria en torno a tres grandes ejes: la estabilidad financiera, la sostenibilidad de las finanzas públicas y el crecimiento económico. Los autores argumentan que, si bien difíciles, el reforzamiento de la unión política de Europa, el progreso hacia una auténtica unión fiscal y la puesta en marcha de procesos que puedan conducir a la creación de una verdadera unión bancaria son retos inaplazables de cara a garantizar la estabilidad y el adecuado funcionamiento de la Eurozona y el mercado único.

Profundizando en el análisis de la resolución de la crisis de la deuda soberana europea, el artículo de **Gonzalo García Andrés** (Ministerio de Economía y Competitividad) titulado «Euroletras para el crecimiento», examina las decisiones de política económica y financiera que se han tomado en la Eurozona para abordar problemas estructurales de gran envergadura,

haciéndose hincapié en la existencia de un diagnóstico incompleto. El artículo evalúa las soluciones existentes (la asistencia financiera, la intervención creíble del Eurosistema en los mercados de deuda y la emisión de deuda con garantía solidaria) para el problema de coordinación, y analiza detalladamente la propuesta de emitir Euroletras como mecanismo para acabar con el fallo de coordinación y reanimar el crecimiento. Para ello, el autor estudia las características básicas del mercado de Euroletras y sus efectos potenciales. Se sugiere que las Euroletras pueden representar la primera fase del avance equilibrado y gradual hacia la unión financiero-fiscal y se propone que el Consejo Europeo debería acordar la emisión de Euroletras a partir del 1 de enero de 2013, reafirmando su determinación para ratificar y aplicar con rigor el nuevo Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza.

El artículo «Deuda soberana y activos sin riesgo» de **Ángel Berges** y **David Cano** (Analistas Financieros Internacionales) evalúa el papel jugado por los activos sin riesgo en la teoría financiera moderna y subraya la dificultad para generalizar su existencia. En el artículo se plantean las razones por las cuales los acontecimientos de los dos últimos años en los mercados de deuda pública han incorporado grandes dudas sobre la capacidad de las referencias de renta fija públicas a la hora de ser consideradas como activos sin riesgo. Se analizan las importantes implicaciones de la caída del abanico de activos percibidos como «sin riesgo» en diversos segmentos financieros, como los relacionados con la gestión de carteras, las finanzas corporativas, y la gestión de las entidades financieras sometidas a regulación. Para ello, se estudia cómo se ha producido el deterioro en las cuentas públicas de la mayoría de países, con especial consideración del caso español, y cómo ello ha ido traducándose en una creciente percepción del riesgo en los bonos soberanos. Asimismo, en el artículo se analizan las implicaciones presentes y futuras del deterioro de la calidad crediticia de la mayoría de países sobre las entidades financieras, basándose en la circularidad existente entre la percepción del riesgo en los sistemas bancarios y la de sus correspondientes bonos soberanos. Los autores resaltan la intensidad de este efecto circular en el caso de los países del área euro y, especialmente, en España; y señalan la necesidad de desmitificar el activo libre de riesgo, rebajar sus condiciones de rating o aceptar otros activos como libres de riesgo.

Íntimamente relacionado con el análisis anterior, se encuentra el artículo «El mercado europeo de CDS soberanos en el contexto de la crisis de deuda soberana» de **Óscar Arce** y **Sergio Mayordomo** (CNMV). En este estudio se enfatiza el cuestionamiento de la existencia de un activo libre de riesgo dado que la percepción generalizada de los bonos soberanos como activos de alta calidad crediticia se ha puesto en entredicho.

Asimismo, los autores señalan el aumento significativo de la actividad en el mercado de CDS soberanos en los últimos años, dado el reciente empeoramiento de la percepción acerca de la situación fiscal de algunos países, al tiempo que han surgido nuevos planteamientos acerca de las posibles fuentes de riesgo sistémico en los mercados de CDS, su relación con los mercados de deuda subyacente o la posible utilización de los CDS como herramienta de distorsión, o incluso manipulación, de los mercados de deuda. En el artículo se analizan los determinantes de las desviaciones entre la prima del CDS y el *spread* del bono, y la eficiencia informativa de los mercados de bonos y CDS soberanos. Los autores demuestran que las desviaciones entre los precios de los *spreads* de los CDS y bonos subyacentes se ven afectadas significativamente por factores tales como el riesgo de contraparte de los oferentes de CDS, los costes de financiación, el nivel de volatilidad en los mercados de acciones, el grado relativo de liquidez de ambos mercados y el volumen de deuda comprada por el BCE en el mercado secundario. Los autores concluyen que ambos mercados no reflejan la misma información y de ahí las desviaciones que se observan entre ambos *spreads*. De acuerdo a los autores, los factores que determinan las desviaciones entre los *spreads* de bonos y CDS soberanos junto con los acuerdos de la banca privada para aceptar pérdidas derivadas de sus tenencias de deuda griega parecen estar teniendo un efecto determinante en la eficiencia informativa de ambos mercados.

Profundizando en el estudio de la interconexión existente entre el mercado de deuda soberana y los mercados financieros, se encuentra el artículo «El «bucle» entre sector bancario y deuda soberana» de **Santiago Carbó y Francisco Rodríguez** (Universidad de Granada y Funcas). Basándose en el análisis de la crisis financiera desde una perspectiva europea, y concentrándose de manera más específica en el caso español, los autores ofrecen una amplia revisión de la literatura económica dedicada a examinar la vinculación existente entre deuda soberana y deuda bancaria. Los autores definen dos cuestiones fundamentales que rigen los riesgos inherentes de esta interconexión. Por un lado, el rescate de las entidades financieras afectadas durante las crisis bancarias que suelen llevar consigo importantes costes fiscales, y son vistos como una socialización de la deuda bancaria por los inversores. Por otro, las facilidades de liquidez que pueden suponer potenciales implicaciones en tanto en cuanto las entidades bancarias contraen riesgo soberano, generando un círculo vicioso entre riesgo soberano y riesgo bancario. Mediante la evaluación de las magnitudes más relevantes y de las implicaciones de las medidas implementadas recientemente, los autores señalan las principales consecuencias de la tenencia de deuda pública por parte de las entidades bancarias. Se analizan también a fondo los mecanismos de resolución de

la crisis en la Eurozona y los vehículos de financiación y recapitalización establecidos en Europa (FEFF y MEDE), con objeto de definir sus implicaciones en términos de reducción del riesgo soberano y la vinculación de este con el riesgo bancario. El artículo resalta la necesidad de corregir los aspectos estructurales con el fin de evitar las inconveniencias de la interacción entre la deuda soberana y la deuda bancaria. Asimismo, el estudio subraya la importancia que adquiere el establecimiento del marco de una unión bancaria europea, con la definición de los correspondientes mecanismos de financiación, de garantía y de solvencia, como uno de los elementos fundamentales para la salida de la crisis y garantizar la sostenibilidad de la Eurozona. En este sentido, aunque queda por recorrer, los autores valoran positivamente los recientes avances encaminados hacia una unión bancaria en la Eurozona, en especial, el proyecto de regulación europea sobre rescate y mecanismos de resolución de bancos presentado a principios de junio por el Comisario de Mercado Interior de la Unión Europea, Michel Barnier.

Siguiendo con el análisis específico de la resolución de la crisis de la deuda soberana, el artículo «Los efectos del riesgo soberano sobre la deuda pública» de **Victor Gonzalo** (Intermoney) repasa la percepción inversora que ha llevado la actual situación en los mercados de deuda soberana española. Se centra fundamentalmente en aspectos del funcionamiento (o malfuncionamiento) de los mercados que explican la tensión en los precios de los bonos españoles, y repasa cómo hasta ahora la economía española ha podido solucionar la situación de cierre en los mercados y qué soluciones se precisarían para este problema. El autor argumenta que si bien el BCE resulta la única vía para la refinanciación de nuestra economía, está lejos de ser la mejor solución al contradecirse con los objetivos que alentaban el proyecto del euro. Sin embargo, esta seguiría siendo la única vía de salida para la financiación en ausencia de una integración más intensa. Según el autor, aunque no haya garantías de que sea una solución inmediata a los problemas de financiación, se requeriría instrumentar mecanismos comunes en la Eurozona para el acceso al mercado por parte de los emisores soberanos afectados por el cierre de los mercados, lo que chocaría con los tratados europeos y la renuencia de los países centrales a compartir riesgos. Asimismo, se acusa la necesidad de una renuncia a la soberanía fiscal de los estados y de redefinir el papel central del BCE en la financiación de las economías en problemas, con objeto de evitar que este siga siendo el canal residual de solución de problemas.

Por su parte, el artículo «Los efectos del riesgo soberano sobre la deuda privada» de **Antonio del Pino** (Ministerio de Economía y Competitividad) profundiza en el análisis de la interconexión entre riesgo público y riesgo financiero en los últimos años, para lo cual

delimita conceptualmente los instrumentos que forman parte del universo de la deuda privada y evalúa los últimos desarrollos de los mercados de deuda privada europea, prestando especial atención al mercado español. En el artículo se subraya el hecho de que Europa se enfrenta a un círculo vicioso formado por riesgo soberano, riesgo financiero y riesgo macroeconómico que parece difícil de romper. Se defiende que las exigencias que están aplicando a los países con un deterioro mayor en sus cuentas públicas implican un ajuste presupuestario muy fuerte, y que tales medidas pueden suponer eventuales efectos procíclicos en un escenario de recesión a nivel macroeconómico, dada la incertidumbre generada sobre la sostenibilidad de la deuda. También se reconoce, sin embargo, que si los estados no llevan a cabo medidas de austeridad, la deuda pública también podría terminar siendo insostenible. Según el autor, resulta necesario avanzar en tres frentes de forma simultánea. Por un lado, los países más afectados por la crisis deben implementar las mencionadas reformas estructurales para poder así aumentar la flexibilidad de sus economías, y dirigirse hacia la consolidación de las cuentas públicas, con objeto de mitigar una potencial insostenibilidad de la deuda. Por otro lado, resulta también necesario que los países del euro que se encuentran en una posición más sólida se comprometan a llevar las riendas de la eurozona ya que en caso contrario los esfuerzos de los países periféricos podrían resultar obsoletos. Por último, el autor valora indispensable una mayor convergencia de los presupuestos nacionales, acompañada por una mayor cesión de soberanía a las instituciones europeas, con el fin de facilitar la coordinación entre la política monetaria y la presupuestaria.

Finalmente, se presenta la colaboración de **Juan Calvo Vérguez** (Universidad de Extremadura) con el artículo titulado «Líneas de actuación acometidas por el Banco Central Europeo destinadas a garantizar la estabilidad financiera en la Zona Euro», en el que se repasan y analizan de manera detallada los acontecimientos relacionados con la adopción del *Securities Markets Programme* por parte del BCE. Asimismo, se evalúan las principales consecuencias derivadas de la adquisición de deuda soberana de los países periféricos por el BCE y se estudia el alcance de las operaciones de *carry trade*. A juicio del autor, el supervisor comunitario ha de respaldar a aquellas entidades financieras

que se encuentren sometidas a presión, sin perjuicio de que las actuaciones acometidas por aquél en los mercados de deuda soberana adquieran un carácter limitado y condicionado. Se valora razonable estimar que la capacidad con la que cuenta el BCE de extender su apoyo en términos de liquidez genera una mayor confianza que la que puedan generar otros organismos. El autor también subraya que si bien los préstamos del BCE lograron evitar una grave crisis crediticia, ello no contribuyó a financiar nuevos préstamos a empresas y particulares. En este sentido, el autor argumenta que para fortalecer la economía real resulta imprescindible que los bancos y los gobiernos lleven a cabo reformas destinadas a fomentar la productividad y la competitividad, y las inyecciones de liquidez del BCE no han logrado solventar el deterioro de la financiación del sector privado. Finalmente, se indica que lograr una menor tensión en las emisiones de deuda soberana podría representar un paso previo a la reactivación del mercado interbancario, facilitando así que las entidades financieras mejoren su disposición para conceder créditos a empresas y particulares.

En resumen, el número 105 de *Perspectivas del Sistema Financiero* recoge un amplio abanico de aportaciones que, manteniendo su generalidad, tienen como intención abarcar una temática de considerable relevancia para la economía europea y española en toda su complejidad: la crisis de la deuda soberana. Asimismo, el número incluye en su anexo la documentación correspondiente al Acuerdo Marco de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera, la Enmienda al Acuerdo Marco de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera, el Tratado Constitutivo del Mecanismo Europeo de Estabilidad y el Memorando de Entendimiento sobre Condiciones de Política Sectorial Financiera.

El presente volumen ofrece una revisión de aportaciones dedicadas a la investigación sobre una temática de considerable interés, ofreciendo un análisis detallado de su estado actual y de sus implicaciones futuras para la economía europea. En este sentido, las colaboraciones recogidas en este número tienden a demostrar la complejidad de las diferentes soluciones alternativas que se pueden dar a la problemática representada por la relación entre la evolución de la crisis de la deuda soberana y la crisis financiera en su conjunto.

# La crisis de deuda soberana: una perspectiva europea

Álvaro Benzo González-Coloma (\*)  
Carlos Cuerpo Caballero (\*)

## I. INTRODUCCIÓN

Hace 4 años, pocos podían prever que la crisis que se iniciaba como un problema puramente bancario se convertiría en una crisis económica de profundas consecuencias. La interconexión y globalización del mundo actual ha extendido y amplificado rápidamente la crisis económica y financiera que se desencadenó en 2008 con las llamadas hipotecas *subprime* en EE. UU.

En Europa y particularmente en la Zona Euro, la presente crisis ha adquirido una dimensión todavía mayor, con fuertes repercusiones institucionales, políticas y sociales. Pese a los avances en materia de convergencia nominal conseguidos antes de la entrada en vigor de la moneda única, las diferentes condiciones de partida de los Estados Miembros, así como las diferencias estructurales entre los mismos supusieron que las perturbaciones monetarias (comunes a todos) tuvieran efectos asimétricos en la práctica. Estos efectos, unidos a la creciente interdependencia entre Estados Miembros, han propiciado un caldo de cultivo ideal para la transmisión asimétrica de las perturbaciones económicas dando lugar a fuertes efectos contagio. Cabe preguntarse si los Estados Miembros, los propios inversores, y las compañías e instituciones financieras de la Eurozona interiorizaron las implicaciones de la unión monetaria o lo que es lo mismo, si la crisis actual no es en cierta manera consecuencia de una falta de entendimiento de la verdadera naturaleza de dicha unión y sus limitaciones.

El entramado institucional europeo se ha revelado insuficiente e incompleto ante el desafío que ha supuesto la crisis. Como consecuencia de todo ello, las estructuras y los principios sobre los que se cimentaba la unión monetaria y el mercado único están experimentando un profundo proceso de revisión y cambio, llegándose a avanzar en ámbitos donde era inconcebible discutir siquiera una gran parte de las medidas adoptadas en

los tres últimos años, como en materia de gobernanza económica o regulación y supervisión bancaria.

No obstante, la falta de agilidad en la implementación de soluciones sin duda ha lastrado a Europa. Dicha lentitud pone de manifiesto la complejidad del proceso de toma de decisiones en las instituciones europeas, dificultado por la búsqueda de un consenso entre Estados con situaciones e intereses nacionales muy distintos. En consecuencia, surgen ahora numerosas preguntas sobre el futuro de Europa y de la moneda única.

Este artículo pretende hacer un repaso de los hitos que han marcado el devenir de la crisis de deuda soberana desde una perspectiva europea así como de las respuestas comunes a la crisis y su impacto en el futuro de la Eurozona. Para ello, el apartado 2 detalla el génesis de la actual crisis y las sucesivas fases. El apartado 3 recopila la estrategia de respuesta europea a los retos de corto y largo plazo mediante la reforma de la gobernanza económica y la creación de mecanismos ad-hoc de resolución de crisis.

## II. CRISIS DE DEUDA SOBERANA: ORIGEN Y DESARROLLO

### 1. Puesta en escena: acumulación de desequilibrios y mayor interdependencia

*«Los ciclos de flujo de capital/impagos han existido al menos desde 1800 -si no antes. La tecnología ha cambiado, la altura de los seres humanos ha cambiado, y las modas han cambiado. Sin embargo, la capacidad de los gobiernos y los inversores para engañarse a sí mismos, dando lugar a episodios periódicos de euforia que por lo general termina en lágrimas, parece haber seguido siendo una constante».*

Reinhart y Rogoff (2008)

Una de las características más sobresalientes de la etapa que siguió a la firma del Tratado de Maastricht en 1992 y la adopción de la moneda única en el año 1999 es, sin duda, la progresiva convergencia en los rendimientos de los bonos emitidos por los distintos Estados Miembros. La mayor profundidad de los mercados financieros, la desaparición del riesgo cambiario y los efectos positivos derivados de la ganancia de credibilidad, supusieron la práctica eliminación de los diferenciales en términos de deuda pública durante una década (gráfico 1).

Como consecuencia de ello, la búsqueda de oportunidades de inversión con una mayor rentabilidad aumentó considerablemente los flujos de capital entre Estados Miembros. Además, la redistribución de capitales en la Unión Europea y, en especial, en la Zona Euro, supuso igualmente un aumento de la interdependencia entre los distintos Estados Miembros. Como puede verse en el gráfico 2, existe un aumento significativo de la exposición cruzada entre los distintos sectores bancarios de países del núcleo y las economías periféricas, entre 2001 y 2008. Esa tendencia se ha visto parcialmente corregida desde el inicio de la crisis.

Por otro lado, los flujos de capital se vieron reflejados en una divergencia de las balanzas exteriores y en un sobrecalentamiento de las economías receptoras, que experimentaban diferenciales positivos de inflación y con ello menores tipos de interés reales llevando a un crecimiento exponencial en el flujo de crédito al sector privado. Tal y como refleja el gráfico 3, las discrepancias entre países con déficit corriente y países con superávit

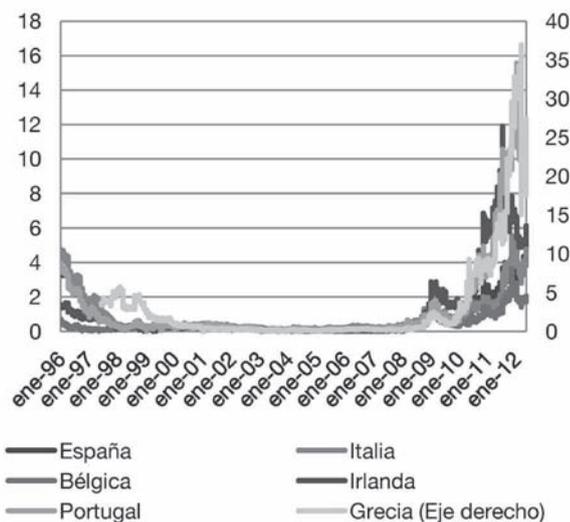
aumentaron en la etapa previa a la crisis. Las diferencias sostenidas entre Estados Miembros en términos de cuenta corriente se acumularon durante años, traducándose en mayores *stocks* de activos y pasivos para los países con superávit y déficit, respectivamente.

Siguiendo el enfoque intertemporal de la balanza de pagos (véase Obstfeld y Rogoff, 1996), tales movimientos de capital podrían estar justificados por las decisiones de ahorro e inversión de los agentes que optimizan su nivel de consumo a lo largo del tiempo. En efecto, llevados por las expectativas de un mayor crecimiento económico y numerosas oportunidades de inversión, los flujos de capital debían facilitar la convergencia económica de los países periféricos y de los nuevos Estados Miembros. Sin embargo, era tal la magnitud de dichos movimientos que pronto pasaron de financiar los desequilibrios externos, a convertirse en un factor determinante de los mismos. A partir de entonces, los desajustes de las balanzas corrientes se convirtieron en reflejo de la existencia de otros desequilibrios, como expansiones de crédito insostenibles o burbujas en los mercados inmobiliarios.

La dinámica en los flujos de crédito condujo a un aumento significativo del nivel de apalancamiento, esencialmente en el sector privado (gráfico 5). A finales de 2007, la mayoría de los Estados Miembros presentaba niveles de endeudamiento superiores al 200 por 100 de su Producto Interior Bruto (PIB). La presión sobre la demanda interna que generaba la presencia de crédito barato y en abundancia condujo a subidas de precios, especialmente fuertes en el mercado de la

GRÁFICO 1

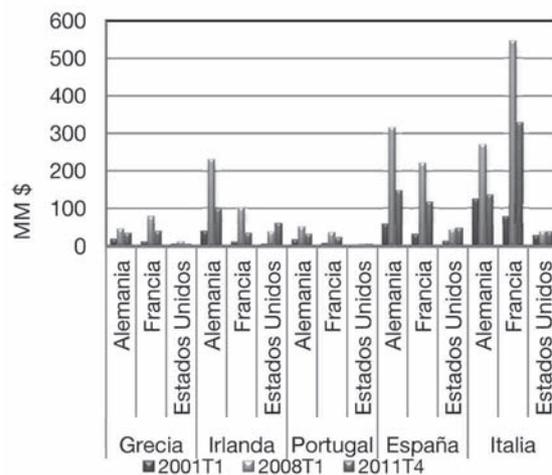
**DIFERENCIALES EN EL BONO DE REFERENCIA A 10 AÑOS CON RESPECTO A ALEMANIA (PP.)**



Fuente: Ecwin.

GRÁFICO 2

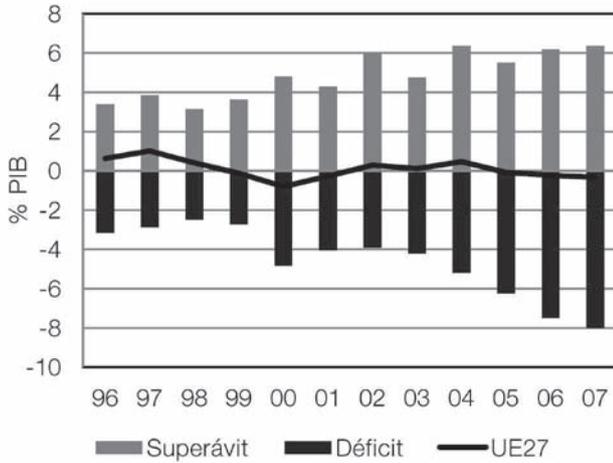
**EXPOSICIÓN CRUZADA DE LOS SECTORES BANCARIOS ALEMÁN, FRANCÉS Y AMERICANO A LA DEUDA SOBERANA Y PRIVADA DE LA PERIFERIA EUROPEA (MILES DE MILLONES DE \$)**



Fuente: BIS.

GRÁFICO 3

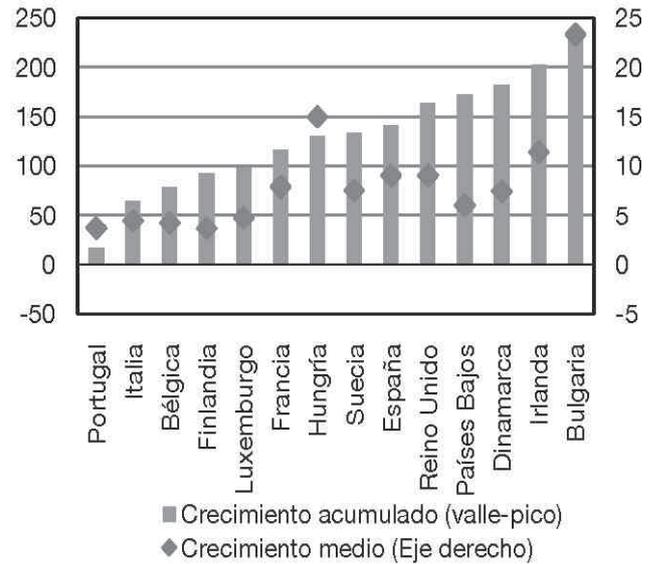
**BALANZAS POR CUENTA CORRIENTE, UE (En porcentaje del PIB)**



Nota: Bélgica, Dinamarca, Alemania, Luxemburgo, Países Bajos, Austria, Finlandia y Suecia presentan superávit. Países agrupados en base a la cuenta corriente promedio 2000-2010.  
Fuente: AMECO.

GRÁFICO 4

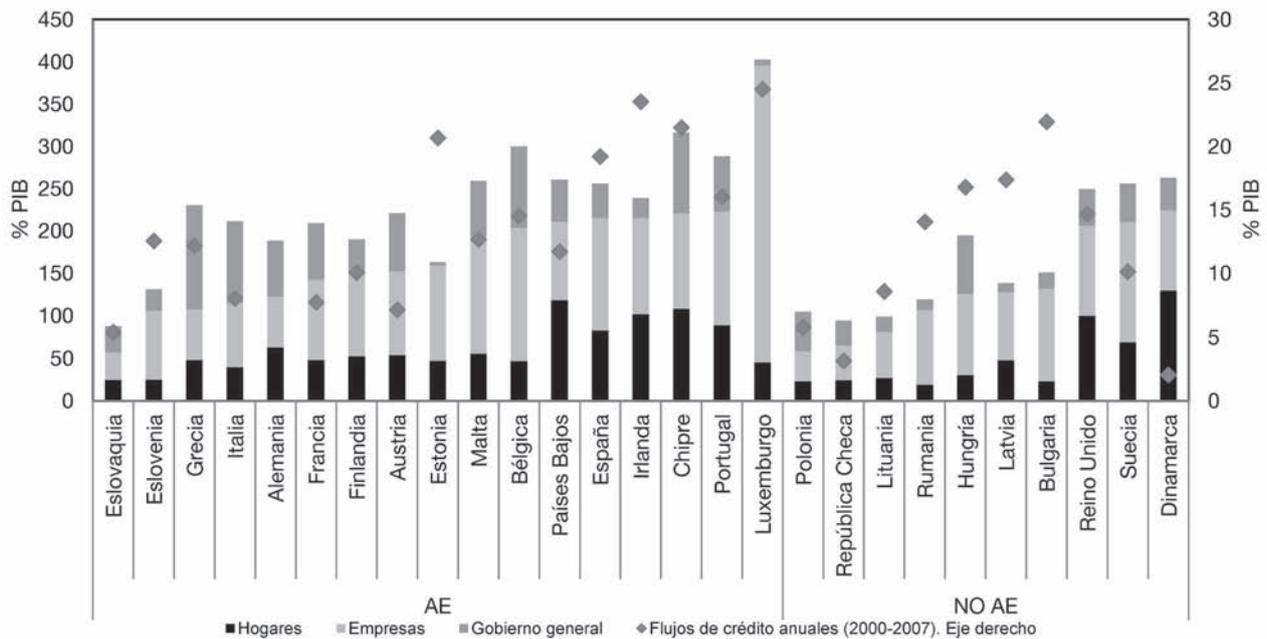
**CICLO DE LOS PRECIOS DE LA VIVIENDA**



Fuentes: Eurostat, BCE y OCDE.

GRÁFICO 5

**ENDEUDAMIENTO 2007, DESCOMPOSICIÓN SECTORIAL Y FLUJOS DE CRÉDITO (MEDIA ANUAL, 2000-2007)**



Fuente: Eurostat.

vivienda (gráfico 4). Finalmente, la expansión del sector de los bienes no-comercializables supuso un factor añadido de pérdida de competitividad-precio de estos Estados respecto a sus principales socios comerciales, ahondando en la divergencia existente en términos de necesidades de financiación exterior.

En resumen, la coexistencia de importantes desequilibrios macroeconómicos con una mayor interdependencia entre los mercados de los Estados Miembros creó el caldo de cultivo idóneo para que la crisis financiera originada en la segunda mitad de 2007 tuviera una especial gravedad y una rápida propaga-

ción a nivel europeo. Además, el entorno institucional comunitario carecía de mecanismos de ajuste para responder ante perturbaciones asimétricas y esto se ha revelado especialmente relevante en países con rigideces estructurales.

## 2. Primera fase: la crisis financiera

*«Yo, al igual que otros, estaba equivocado desde el principio al decir que la crisis subprime podría ser contenida.»*

*Ben Bernanke, «Anatomy of a Meltdown», New Yorker (Dic. 2008)*

La crisis en Europa se desencadenó en su primera fase como una crisis puramente financiera donde la mayor preocupación radicaba en la salud de su sistema bancario. El efecto contagio generado por la quiebra del banco de inversión Lehman Brothers y el estallido de la crisis *subprime* en EE. UU. habían colapsado los mercados de capitales provocando tensiones de liquidez muy graves para los bancos.

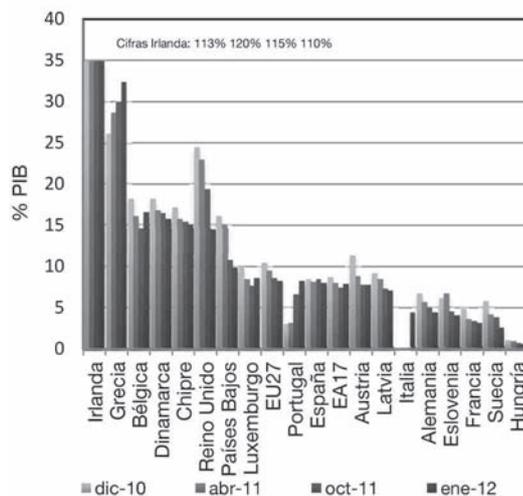
En este contexto, en Europa se apostaba por una rápida solución a la crisis y se confiaba en la capacidad de los Estados Miembros para hacer frente a los riesgos que aquejaban a sus entidades financieras nacionales. Los esfuerzos por tanto se concentraron en facilitar la puesta en marcha, de forma coordinada, de mecanismos nacionales que permitieran gestionar los problemas de las entidades en dificultades. Al mismo tiempo, el Banco Central Europeo introducía subastas semanales de liquidez con volumen ilimitado para hacer frente a las necesidades de financiación de los bancos

tras el colapso de los mercados financieros a raíz del impacto de la quiebra de Lehman Brothers en septiembre de 2008.

Con el objetivo de permitir las ayudas de Estado que se consideraran necesarias para el mantenimiento de la estabilidad financiera y ofrecer claridad acerca de las limitaciones impuestas por el marco de defensa de la competencia de la UE, la Comisión Europea publicó en octubre de 2008 un marco normativo temporal con reglas excepcionales para la autorización de ayudas de Estado en respuesta a la crisis financiera. Dichas reglas permitían a los Estados Miembros conceder ayudas de Estado a sus bancos en aras del mantenimiento de la estabilidad financiera, pero trataban de restablecer el equilibrio competitivo obligando a aquellas entidades que se hubieran beneficiado de fondos públicos a aplicar un plan de reestructuración que garantizara su viabilidad futura y redujera su tamaño y cuota de mercado. Las condiciones impuestas incluían además incentivos para el reembolso anticipado de la ayuda con el fin de que esta fuera restituida lo antes posible.

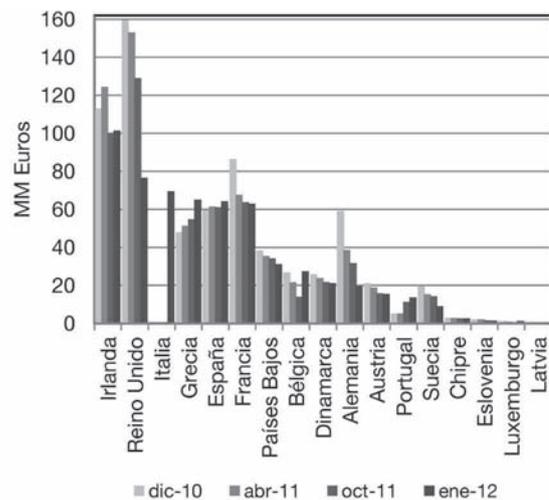
El marco normativo otorgaba a los Estados Miembros la flexibilidad necesaria para conceder asistencia financiera a sus bancos cuando la falta de ayuda pudiera entrañar un riesgo sistémico. La prioridad era recuperar la confianza en el sistema bancario, reactivando de esta forma los mercados financieros y el flujo de crédito a la economía. Para ello, los Estados Miembros pusieron a disposición de los bancos un volumen de recursos sin precedentes en Europa. El importe de las ayudas concedidas a los bancos puso de manifiesto no solamente la gravedad de los problemas que aquejaban a la banca sino también que en Europa se apostaba por una

GRÁFICO 6  
TOTAL AYUDAS A BANCOS  
(En porcentaje del PIB)



Fuentes: Estados Miembros y Comisión Europea.

GRÁFICO 7  
GARANTÍAS A BANCOS  
(Miles de millones, €)



Fuentes: Estados Miembros y Comisión Europea.

recuperación rápida de una crisis que se creía poder solucionar una vez resueltos los problemas de la banca. El impacto de los rescates bancarios sobre las finanzas públicas no era motivo fundamental de preocupación y quedaba relegado a un segundo plano.

Los gráficos 6 y 7 ponen de relieve el elevado volumen de ayudas de Estado que se dedicaron al rescate de la banca.

Las garantías (1) concedidas por los Estados a sus bancos para obtener financiación merecen mención especial ya que a pesar de su elevado volumen (930 mil millones de euros ha sido el volumen máximo concedido), no han recibido la atención debida. Esto se debe a que las garantías a los bancos constituyen pasivos contingentes y por consiguiente no incrementan de forma automática la deuda del Estado. En efecto, las garantías a los bancos no se consideran deuda del Estado hasta el momento en que un banco no puede hacer frente a sus obligaciones y los acreedores ejercen la garantía. De esta forma, un volumen de pasivos contingentes como el que acumuló Irlanda al garantizar todas las deudas de su sistema bancario constituye un riesgo insostenible para las finanzas públicas que sin embargo no impide a los Estados Miembros cumplir con los requerimientos del Pacto de Estabilidad y Crecimiento (PEC) de la Unión Europea y por tanto escapa a su régimen de control.

Como se aprecia en los gráficos 6 y 7, las ayudas de Estado a los bancos alcanzaron volúmenes astronómicos en Europa, no solo en términos absolutos sino sobre todo en relación con el PIB de algunos países, precipitando una crisis de deuda soberana. El caso más notable es el de Irlanda, donde las ayudas de Estado superaron el tamaño de su economía doméstica. A este se añade también el de España que recientemente ha tenido que recurrir al apoyo de sus socios europeos para costear el rescate de sus bancos.

### 3. Segunda fase: crisis soberana y austeridad fiscal

*«Nuestro descrédito ante los ojos de Europa es tan patente, que nuestros valores se cotizan en todas las bolsas a precios vergonzosos, y, hoy...valen menos nuestros treses... Débese este fenómeno a que el mundo desconfía de nuestras combinaciones en Hacienda...»*

José Campo Pérez – Marqués de Campo (1814-1889)

La crisis en la Zona Euro ha puesto de manifiesto el elevado riesgo de contagio que se genera en una unión monetaria cuando existe una gran acumulación de deuda. La combinación de mercados financieros altamente interconectados y exposiciones de riesgo

transfronterizas entre Estados Miembros, actuó como un poderoso mecanismo de transmisión de la crisis en sus comienzos.

El 23 de abril de 2010 Grecia solicitaba asistencia financiera a la Eurozona y al Fondo Monetario Internacional (FMI) tras conocerse que las cifras de déficit y deuda pública del Estado eran en realidad mucho más elevadas de lo que se creía. En este momento, la crisis reveló graves desequilibrios fiscales en un país de la Eurozona, poniendo en evidencia la eficacia del PEC. Por todo ello, tras el rescate de Grecia se inició el debate sobre la necesidad de crear mecanismos eficaces para la resolución de tales problemas en la Unión Monetaria Europea: el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF, según sus siglas en inglés), el Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSM, según sus siglas en inglés) y más tarde, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (ESM, según sus siglas en inglés).

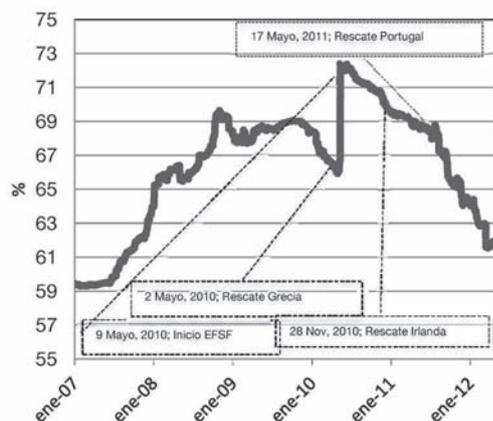
Las turbulencias financieras incrementaron fuertemente los *spreads* soberanos en países de la periferia primero, afectando posteriormente a otros países de la Zona Euro. Dentro del grupo de Estados Miembros con tensiones en el mercado de deuda soberana destacan los países que han solicitado asistencia financiera completa, para cubrir su falta de acceso a los mercados financieros (Irlanda, Portugal y Grecia), tal y como queda confirmado por el análisis factorial de las primas de riesgo soberanas con respecto al bono alemán (gráfico 9). El análisis de los factores comunes muestra igualmente una escalada del riesgo de contagio desde mediados de 2007, definido mediante el poder explicativo de los componentes comunes sobre la varianza de los *spreads* o primas en los Estados Miembros con presiones en su deuda soberana (gráfico 8). El gráfico ilustra asimismo cómo la creación del EFSF contribuyó a mitigar el miedo a una reacción en cadena, provocando una reducción progresiva de dicho riesgo de contagio hasta recuperar niveles de mediados de 2007.

Más tarde, en noviembre de 2010, se produjo el rescate de Irlanda, cuyas finanzas públicas se colapsaron como consecuencia del coste astronómico del rescate de sus bancos. No se trataba por tanto, de un problema provocado por la falta de disciplina fiscal con carácter previo a la crisis. Aquí de nuevo, aunque por distintos motivos, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento revelaba sus limitaciones.

A pesar de las causas tan fundamentalmente distintas que condujeron al rescate de Grecia y los problemas posteriores en Irlanda, el hecho de que unos Estados de la Eurozona tuvieran que acudir al rescate de otros generó un gran debate sobre la necesidad de imponer una mayor disciplina fiscal. Sin embargo, como se observaría más tarde, el acento en la

GRÁFICO 8

### VARIANZA DE LA PRIMA DE RIESGO SOBERANA EXPLICADA POR FACTORES COMUNES (En porcentaje)



Fuente: Comisión Europea.

disciplina fiscal no consiguió frenar el deterioro de la crisis de deuda soberana sino que desembocó en dos medidas fundamentales que marcaron el desarrollo de la crisis.

#### El acuerdo de Deauville

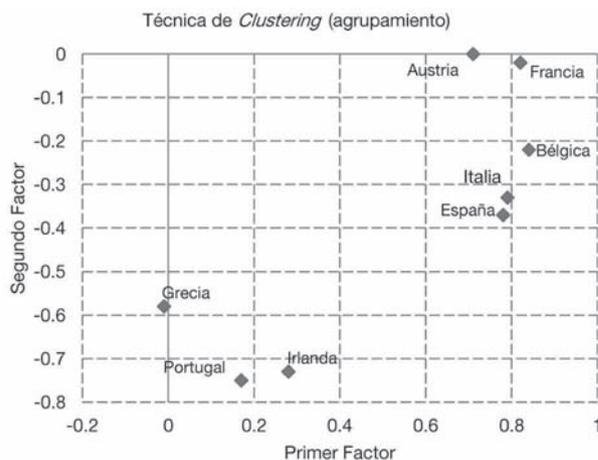
El 18 de octubre de 2010 durante una cumbre franco-alemana celebrada en Deauville, las autoridades de Francia y Alemania acordaron la introducción de cláusulas que permitieran la reestructuración de la deuda soberana en caso de necesidad, con objeto de introducir una mayor disciplina de mercado en las cuentas públicas. Como había ocurrido antes con respecto al rescate del sector bancario, el objetivo era ofrecer mayores garantías a los contribuyentes de que en el futuro no existiría la necesidad de rescates, en este caso de Estados soberanos, financiados con dinero público. Sin embargo dicho anuncio tuvo graves consecuencias sobre la confianza de los inversores, acentuando la gravedad de la crisis soberana y extendiendo el efecto contagio a otros países de la Zona Euro con finanzas públicas débiles.

#### El anuncio de reestructuración 'voluntaria' de deuda soberana en Grecia

De forma similar, en julio de 2011, el anuncio de la participación de los acreedores privados (PSI, según se denominó utilizando sus siglas en inglés) como condición previa de un segundo programa para Grecia deterioró muy significativamente su mercado de deuda soberana. Posteriormente, la gran desconfianza gene-

GRÁFICO 9

### ANÁLISIS FACTORIAL DE LA PRIMA DE RIESGO SOBERANA (03/2003-04/2012)



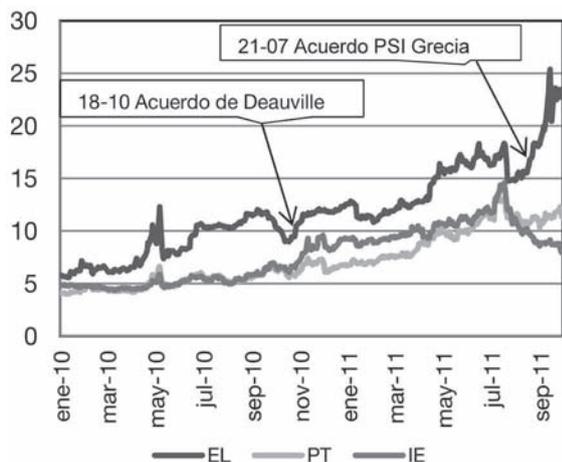
Fuente: Comisión Europea.

rada por el ejercicio de reestructuración de deuda entre los inversores internacionales alcanzó a países como Italia y España que vieron aumentar sus primas de riesgo hasta niveles récord en la era Euro, en el verano de 2011. La reacción de los mercados se debía a la repentina incertidumbre que se generó con respecto a la voluntad común de la Eurozona de atajar los problemas en algunos Estados. Como consecuencia de ello surgieron también las dudas en torno a la capacidad real de los mecanismos europeos para contrarrestar la crisis de deuda soberana.

Los gráficos 10 y 11 muestran el impacto del acuerdo de la cumbre franco-alemana de Deauville y el posterior anuncio de la reestructuración de la deuda soberana griega. En el gráfico 10 se observa claramente cómo, tras un periodo de calma y descenso de primas de riesgo propiciado por la creación del fondo de rescate europeo, la desconfianza generada por los nuevos anuncios dispara las primas de riesgo en países con tensiones en los mercados de deuda, como era el caso de España.

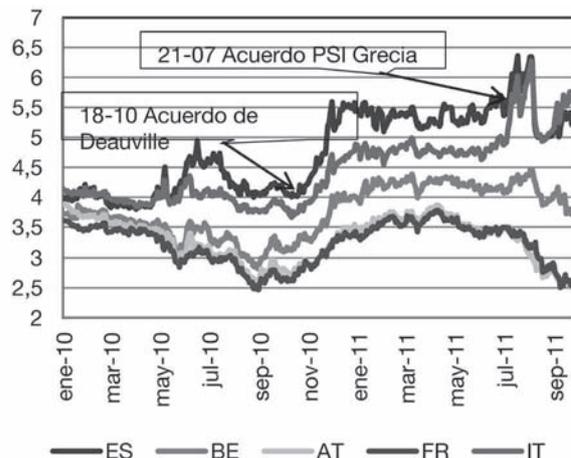
Únicamente las intervenciones del Banco Central Europeo (BCE), primero a través de su programa de compra de deuda soberana ya en el verano de 2011 y posteriormente a través de la provisión de liquidez a largo plazo a los bancos en diciembre de 2011 y febrero de 2012, consiguieron frenar el fuerte deterioro de las primas de riesgo en algunos países de la Eurozona. Sin embargo, la actuación del BCE supuso únicamente un alivio temporal para la crisis de deuda soberana.

GRÁFICO 10  
EVOLUCIÓN DE LAS PRIMAS DE RIESGO,  
PAÍSES PROGRAMA



Fuente: Ecwin.

GRÁFICO 11  
EVOLUCIÓN DE LA PRIMA DE RIESGO,  
PAÍSES CON TENSIONES MERCADOS DEUDA



Fuente: Ecwin.

#### 4. Tercera fase: debate sobre austeridad fiscal y crecimiento

«Es el crecimiento, ¡estúpido!»

Anónimo

Una vez que se ha ido desvaneciendo el efecto positivo de las actuaciones del BCE, se ha producido un nuevo recrudecimiento de la crisis soberana debido esencialmente a las malas previsiones económicas y la incertidumbre acerca de pérdidas latentes en el sistema bancario. La Zona Euro entra a principios de 2012 en su segunda recesión en los últimos tres años, con elevadas cifras de desempleo, reducida confianza de empresarios y consumidores y una notoria contracción del crédito a la economía real, debida en gran parte a la reestructuración de los balances de las instituciones financieras, tal y como se observa en la contracción de su pasivo y la corrección de su ratio préstamos sobre depósitos (gráfico 13).

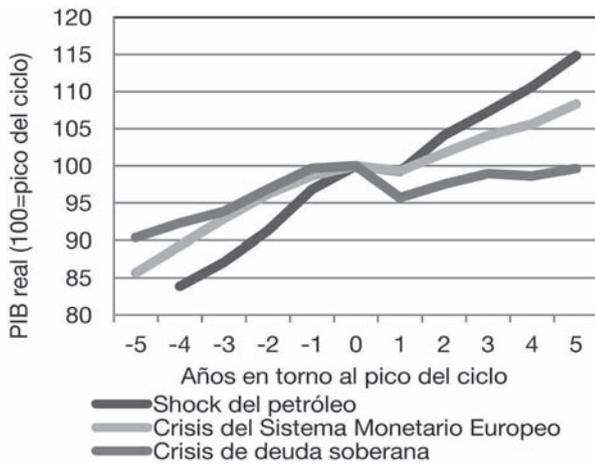
Sin apenas margen fiscal en la mayoría de los Estados Miembros para políticas expansivas que contrarresten el ciclo, en un contexto de cuestionamiento continuo del papel que debe jugar el BCE en el equilibrio entre inflación y crecimiento, se suceden las medidas de austeridad en los países bajo el escrutinio de los mercados. La combinación de estas políticas de austeridad con el proceso de desapalancamiento (forzoso en la mayoría de los casos) que está llevando a cabo el sector privado supone un gran lastre para el crecimiento económico (ver Roxburgh *et al.*, 2011). En efecto, los esfuerzos de empresas, hogares y bancos por sanear su posición financiera, unidos a una contracción de la inversión y el gasto público obligarán a las economías

européas a vivir con un nivel considerablemente menor de crédito en la próxima década.

Basándose en proyecciones sobre crecimiento e inflación, Cuerpo y Hobza (2012) derivan el nivel de crédito necesario en los próximos diez años para devolver la ratio de deuda privada sobre el PIB a un nivel sostenible (2) o mantenerlo constante a su nivel actual, en línea con estudios similares para la deuda externa (Lee *et al.*, 2008) o para la deuda pública (Comisión Europea, 2009). El gráfico 14 muestra, además, los flujos de crédito medios que experimentaron los Estados Miembros durante el período 2000-2010. En este gráfico los países están representados en orden inverso según su ratio deuda sobre PIB en 2010. Los resultados de este simple ejercicio muestran como los Estados Miembros deberán ajustar los flujos de crédito a la mitad de lo disfrutado durante la última década si quieren contener los niveles de deuda o incluso enfrentarse a duros procesos de desapalancamiento en caso de tener que reducir su endeudamiento a niveles más sostenibles a largo plazo.

En definitiva, la corrección del extenso ciclo de apalancamiento por parte de las economías europeas se prevé duradera y con importantes efectos sobre el crecimiento a corto y medio plazo a través de una depresión de la demanda. Tal y como muestra el gráfico 12, y contrariamente a anteriores recesiones, no se prevé que la Zona Euro recupere su nivel de producción previo a la perturbación hasta pasados por lo menos cinco años. La lenta salida de la crisis está en consonancia con la evidencia empírica sobre recesiones que implican reestructuración de balances y caída de los precios en los mercados de activos (Reinhart y Reinhart, 2010). Adicionalmente, a medio y largo plazo,

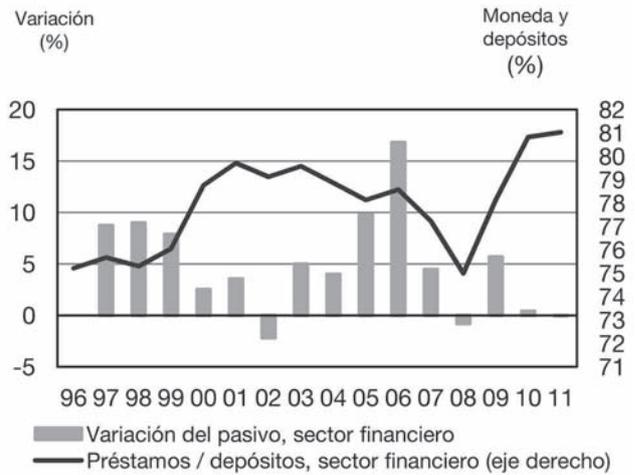
GRÁFICO 12  
CICLO ECONÓMICO DE LA EUROZONA,  
EVOLUCIÓN DEL PIB



Fuente: Eurostat.

la contención fiscal y la corrección de la deuda pública podrían suponer un efecto positivo sobre el crecimiento potencial. La realización efectiva de estas ganancias dependerá, en gran medida, de varios factores: la distribución del esfuerzo vía reducción de gasto y/o aumento de impuestos, el grado de compensación que pueda proporcionar la política monetaria y la recuperación

GRÁFICO 13  
INDICADORES SECTOR FINANCIERO, EUROZONA

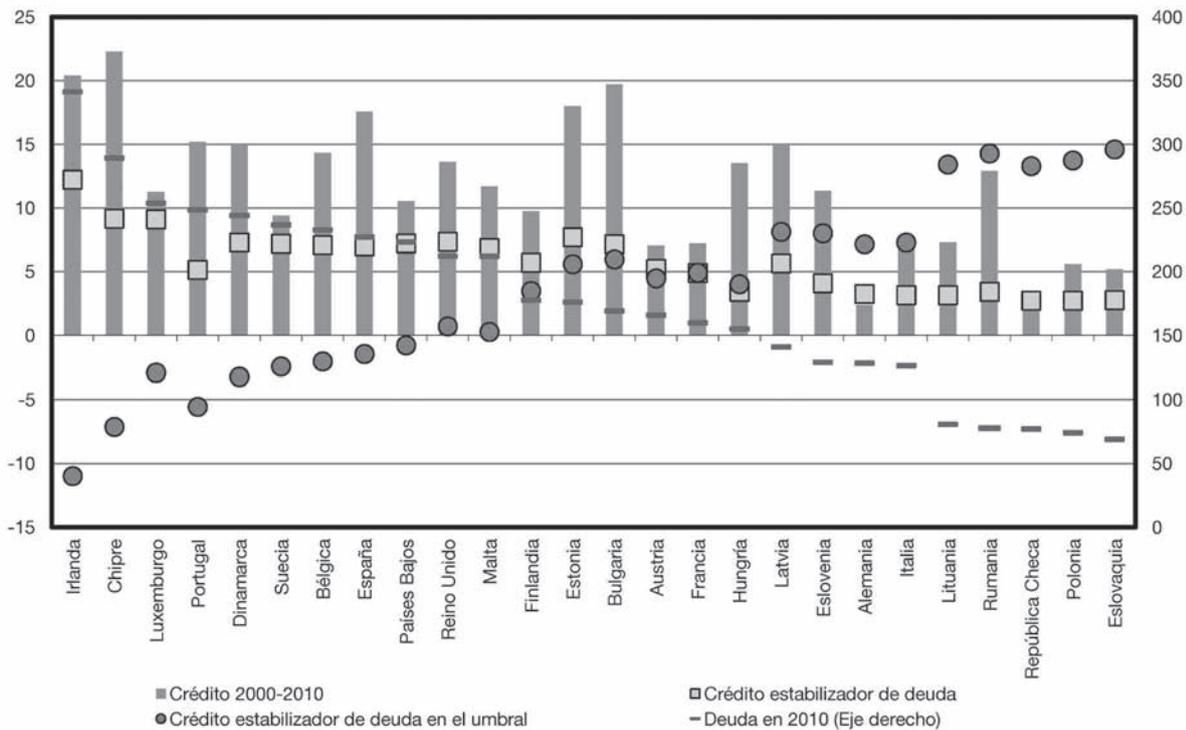


Fuente: Eurostat.

de la demanda externa (ver IMF, 2010 y Giudice *et al.*, 2003).

En resumen, a pesar de los grandes esfuerzos realizados por la sociedad como consecuencia de las políticas de austeridad, la situación económica no solo no ha mejorado en la mayoría de los Estados de la

GRÁFICO 14  
FLUJOS DE CRÉDITO BAJO DISTINTOS ESCENARIOS



Fuentes: Eurostat y Comisión Europea.

Eurozona sino que incluso se ha deteriorado. Tras casi 4 años de crisis económica, el enorme desempleo, la progresiva pérdida de poder adquisitivo en un contexto de contención del crédito, sumada al pesimismo sobre las perspectivas económicas a corto plazo, está provocando un creciente descontento social y rechazo a las políticas de austeridad propugnadas por las instituciones europeas y algunos miembros de la Eurozona. En este sentido, la crisis ha adquirido una nueva dimensión política y social. Comienza a flaquear la confianza, no ya de los mercados sino de los propios ciudadanos (3), en la capacidad de las instancias políticas y las instituciones europeas de hacer frente a la situación económica actual. La victoria de François Hollande en Francia; la caída del gobierno holandés, hasta ahora gran abanderado de la austeridad fiscal, o el auge de partidos políticos de corte radical en Grecia y el tirón de la campaña política en favor del 'no' en el reciente referéndum celebrado en Irlanda muestran un claro cambio de tendencia.

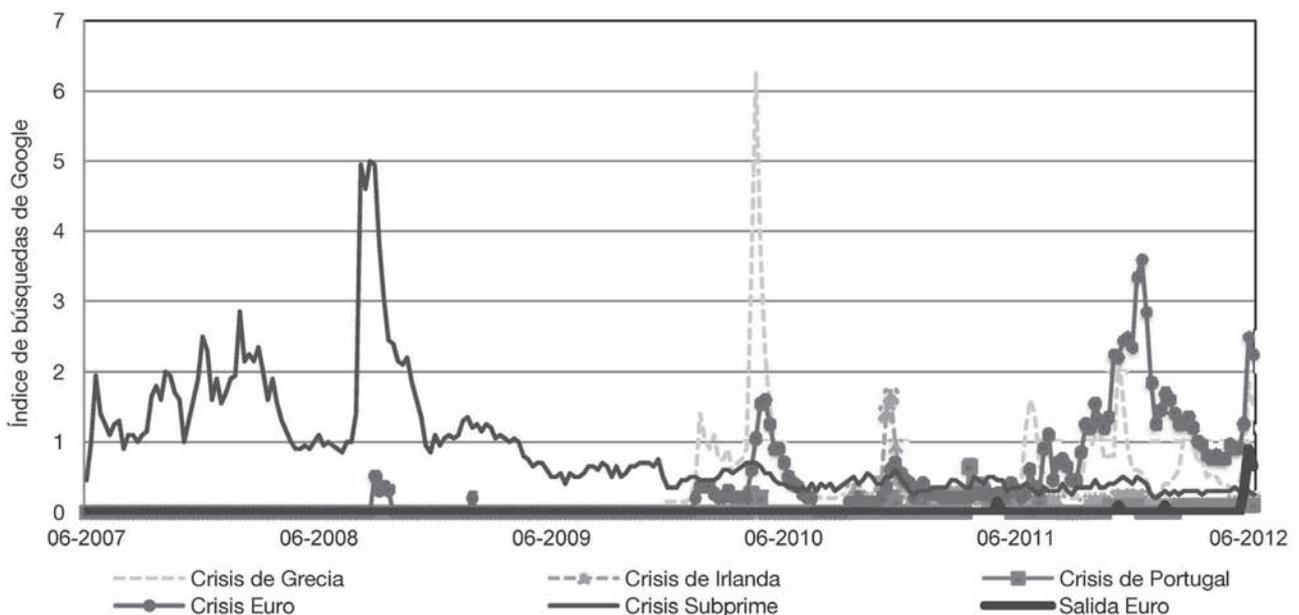
En efecto, tal y como muestran los datos de las búsquedas realizadas por los usuarios de Google (gráfico 15), desde mediados de 2010 el foco de atención pasó, en un primer lugar de la crisis *subprime* en Estados Unidos a las incipientes crisis en los países de la periferia Europea (primero Grecia, luego Irlanda y finalmente Portugal), posteriormente estos episodios individuales adquirieron una dimensión europea para, en el último mes, dejar sitio a nuevos escenarios apenas contemplados anteriormente, como la ruptura de la Zona Euro.

### III. LA RESPUESTA EUROPEA ANTE LA CRISIS: HACIA UNA MAYOR INTEGRACIÓN EUROPEA

La identificación de los desafíos enfrentados por la Unión Europea resalta las deficiencias existentes en el marco institucional comunitario previo al estallido de la crisis. Por una parte, no existían mecanismos adecuados de monitorización, identificación y corrección de desequilibrios macroeconómicos. Además, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento no proporcionaba suficientes incentivos para garantizar la disciplina fiscal de los Estados Miembros (4) y se carecía de un mecanismo para la resolución de las crisis de deuda soberana. Por último, la fragmentación de los sistemas de regulación y supervisión financieros y la ausencia de una autoridad de supervisión comunitaria impedía una valoración adecuada de las exposiciones transfronterizas para la identificación de riesgos sistémicos.

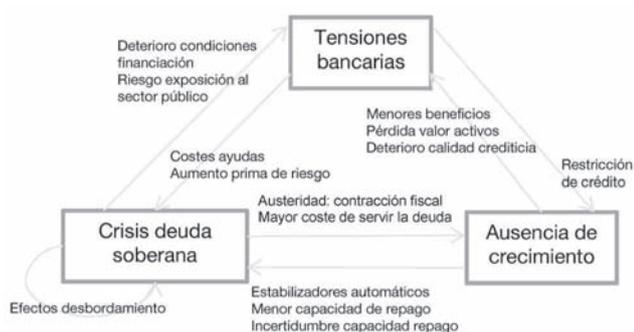
Las interrelaciones entre la crisis de deuda soberana, las tensiones en el sistema financiero y los problemas de crecimiento económico (gráfico 16) han generado una espiral negativa de la que sólo es posible salir con un enfoque estratégico que abarque el problema en su conjunto. Ante ello, las estructuras y los principios sobre los que se cimentaba la unión monetaria y el mercado único están experimentando un profundo proceso de revisión y cambio con el objetivo de reforzar la coordinación y la supervisión económica y presupuestaria en torno a tres grandes ejes: la estabilidad financiera, la

GRÁFICO 15  
EVOLUCIÓN DE LA CRISIS A TRAVÉS DE LAS BÚSQUEDAS REALIZADAS POR LOS INTERNAUTAS



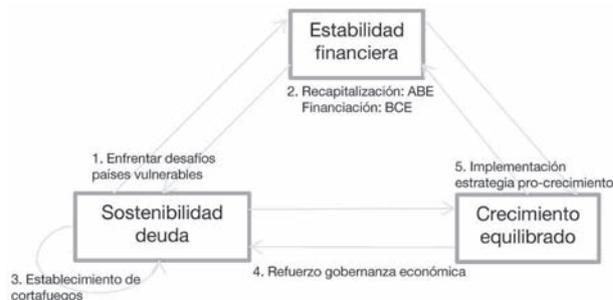
Fuente: Google trends.

GRÁFICO 16  
RETROALIMENTACIÓN ENTRE LOS DISTINTOS  
DESAFÍOS



Fuente: Comisión Europea.

GRÁFICO 17  
ESTRATEGIA DE SALIDA EUROPEA



Fuente: Comisión Europea.

sostenibilidad de las finanzas públicas y el crecimiento económico (gráfico 17). Las acciones en torno a las que se articula esta estrategia pueden resumirse en cinco puntos:

- Desafíos de los países que se encuentren en una situación más vulnerable, esencialmente los países que se han visto obligados a pedir asistencia financiera y aquellos sometidos a graves presiones en la refinanciación de su deuda por parte de los mercados.
- Recapitalización y financiación del sector bancario, con el objetivo de restaurar el flujo de crédito a la economía real y permitir un proceso de desapalancamiento ordenado, tanto del sector público como del privado.
- Establecimiento y actualización de cortafuegos que frenen los posibles efectos contagio derivados de la crisis de deuda soberana, especialmente dentro de la Eurozona.
- Reforma de la gobernanza europea, con un doble objetivo; por un lado reforzar la supervisión fiscal y por otro facilitar un crecimiento más equilibrado mediante la prevención y corrección de desequilibrios macroeconómicos excesivos dentro de la Unión Europea.
- Implementación de medidas estructurales que promuevan un mayor aprovechamiento del mercado único y refuercen el potencial de crecimiento de los Estados Miembros.

## 1. Desafíos de los países más vulnerables

Los Estados que se han mostrado más vulnerables como consecuencia de la crisis económica y financiera (Grecia, Portugal e Irlanda) han recibido asistencia financiera de la Zona Euro (5) y el FMI, y además son en estos momentos objeto de lo que se han denominado programas de ajuste económico. Los programas de ajuste económico son un conjunto de reformas estructurales, fiscales y financieras cuya finalidad última consiste en recobrar la confianza de los inversores para que el Estado recupere su acceso a los mercados de capitales y con ello mejore su potencial de crecimiento futuro. Las reformas abarcan áreas muy diversas de la economía nacional y sus principales objetivos incluyen recuperar el equilibrio presupuestario, mejorar la productividad y la competitividad de la economía así como reestructurar el sistema financiero con objeto de que el crédito fluya de nuevo a la economía. El cuadro 1 refleja el volumen de asistencia financiera concedida en Europa y la Eurozona.

La participación del FMI en los programas de ajuste económico obedece principalmente a su larga experiencia (70 años) en el diseño y seguimiento de programas de ajuste macroeconómicos ya que en la Zona Euro no existía esta experiencia previa. Por otro lado, los fondos del FMI estaban disponibles de forma inmediata mientras que en Europa fueron necesarios algunos meses para crear las estructuras necesarias para captar y canalizar los fondos hacia los Estados receptores de ayuda. Por último, al ser un actor externo, el FMI podía actuar como parte independiente o desinteresada en la negociación de los programas. La participación del FMI en los programas en la Zona Euro contribuía a legitimar la condicionalidad económica impuesta como conse-

CUADRO NÚM. 1  
VOLUMEN DE ASISTENCIA FINANCIERA COMPROMETIDA EN EUROPA (MM€)

INSTRUMENTO	PAÍS BENEFICIARIO						Total
	Grecia	Irlanda	Portugal	Rumanía	Hungría	Latvia	
EFSF.....	144,7	17,7	26				188,4
FMI .....	39,9	22,5	26	16,5	12,5	1,7	119,1
GLF .....	52,9						52,9
EFSM .....		22,5	26				48,5
Balanza de pagos .....				6,4	6,5	3,1	16
Otros .....		22,3		3,2	1	2,7	29,2
<b>Total .....</b>	<b>237,5</b>	<b>85</b>	<b>78</b>	<b>26</b>	<b>20</b>	<b>7,5</b>	<b>454</b>

Notas: Otros incluye asistencia financiera bilateral aportada por países no pertenecientes a la Zona Euro (Reino Unido, Suecia, Dinamarca, Finlandia, Estonia, Noruega, República Checa y Polonia), BEI, BERD y BM.

GLF (*Greek Loan Facility*), es el fondo helénico de rescate. Su importe ascendía inicialmente a 80 mil millones.

Fuentes: FMI, Comisión Europea, EFSF y cálculos de DG ECFIN.

cuencia de la ayuda prestada y disminuía además el riesgo moral (6).

## 2. Reforzamiento del sistema bancario europeo

De acuerdo con el informe Larosière (Larosière, 2009), en Europa, la existencia de mecanismos estrictamente nacionales para la supervisión de mercados financieros altamente interconectados y entidades financieras con dimensión transfronteriza fue uno de los factores claves que contribuyeron a la crisis financiera. La falta de una visión global o integrada de los mercados financieros provocó que los desequilibrios financieros originados por las titulaciones que dieron lugar a la crisis *subprime*, pasaran desapercibidos.

Por este motivo, en diciembre de 2010 se creó en Europa el Sistema Europeo de Supervisión Financiera (ESFS, en sus siglas en inglés). El ESFS está compuesto por una autoridad de supervisión macroprudencial (ESRB) y tres autoridades de supervisión microprudenciales responsables de los sectores de la banca, seguros y mercados.

La misión principal del ESRB es la de prevenir o mitigar los riesgos sistémicos que tienen su origen en el sector financiero y pueden afectar gravemente a la economía real. A su vez, las autoridades de supervisión microprudencial, aunque no realizan tareas directas de supervisión de entidades financieras (7) (salvo en el caso particular de las agencias de *rating* que sí son supervisadas por una de las 3 agencias europeas), tienen encomendadas importantes funciones como la publicación de normas técnicas de obligado cumplimiento por las entidades, la mediación en conflictos entre supervisores con capacidad para adoptar una

decisión vinculante, la emisión de recomendaciones así como la coordinación de stress test o pruebas de esfuerzo para el sector bancario. Esta última función es especialmente relevante y la autoridad europea de supervisión bancaria (EBA) ha coordinado ya dos pruebas de esfuerzo que han requerido significativos incrementos de capital en el sistema bancario europeo.

Además, recientemente se ha dado un paso aún más importante en este proceso de reforzamiento de los mecanismos de supervisión bancaria con la publicación de una propuesta legislativa de la Comisión Europea que tiene por objeto encomendar la supervisión del sistema bancario europeo a un supervisor único, el Banco Central Europeo.

Finalmente, cabe señalar el importante papel desempeñado por el BCE al contribuir de forma muy significativa a mitigar el riesgo de liquidez en el sistema bancario al convertirse de facto en prestamista de última instancia y proveer liquidez ilimitada al sector a corto, medio y largo plazo.

## 3. Mecanismos europeos de resolución de crisis

La unión monetaria europea, creada en 1999, contaba con instrumentos de prevención de crisis como el Pacto de Estabilidad y Crecimiento (firmado en 1997) pero sin verdaderos instrumentos de gestión de las mismas. En efecto, el único instrumento comunitario de gestión de crisis en aquel momento, era el de balanza de pagos. Sin embargo, tras la entrada en vigor del Euro, este instrumento quedó restringido a Estados Miembros de la UE no pertenecientes a la Eurozona, ante la creencia de que episodios de insostenibilidad de la balanza exterior quedaban descartados dentro de la moneda única.

La crisis soberana y en particular el rescate de Grecia obligaron a los ministros de finanzas de la Eurozona a acordar la creación del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera el 7 de Junio de 2010. Previamente, el 10 de mayo de 2010 se puso en marcha un fondo de rescate para proporcionar asistencia financiera al conjunto de la UE, el EFSM. Estos mecanismos tenían un carácter temporal y no suponían una verdadera mutualización o puesta en común de recursos ya que cada Estado Miembro podía decidir a título individual no participar en el rescate de otro Estado.

Sin embargo, el agravamiento de la crisis forzó un mayor grado de ambición por parte de los Estados Miembros. Como consecuencia de ello, en julio de 2011 se alcanzó el acuerdo para la creación de un mecanismo permanente de resolución de crisis en la Zona Euro, el ESM, que sustituiría al EFSF y el EFSM. Además, el ESM implica un mayor grado de mutualización de recursos y reparto del riesgo en la unión monetaria ya que esta institución financiera dispondrá de un capital inicial de 80.000 millones de euros desembolsado por todos los Estados Miembros.

Por consiguiente, el ESM marca un verdadero punto de inflexión al dotar a la Zona Euro de un mecanismo de resolución de crisis sólido, gracias a su capital efectivo, su abanico de instrumentos y su carácter permanente. Únicamente cabe preguntarse acerca de la capacidad del ESM ya que en una crisis de carácter sistémico como la actual, el rescate de una de las grandes economías de la Eurozona podría agotar la totalidad de sus fondos, dejando al resto de los Estados Miembros sin ninguna protección.

#### a) *El mecanismo de asistencia por balanza de pagos*

La facilidad por balanza de pagos es un instrumento mediante el cual el Consejo Europeo, a propuesta de la Comisión Europea, puede conceder asistencia financiera a un Estado Miembro de la UE que lo requiera bien porque esté sufriendo problemas por balanza de pagos o bien porque exista un riesgo real de sufrir tales dificultades en el corto plazo. Se trata por tanto de un instrumento diseñado para paliar problemas de financiación. Tras la introducción del euro, este instrumento quedó restringido únicamente a países fuera de la Eurozona. En mayo de 2009, el volumen máximo de este instrumento se incrementó hasta alcanzar 50 mil millones de euros. Durante la crisis actual se ha utilizado este instrumento para conceder préstamos a Hungría, Letonia y Rumanía. En dichos programas ha participado también el FMI.

#### b) *El Mecanismo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSM)*

El EFSM es un instrumento que permite la concesión de asistencia financiera de emergencia a cualquiera de los miembros de la UE con el respaldo del presupuesto comunitario.

El mayor valor añadido de este instrumento reside en su coste, que es muy ventajoso ya que al tipo de interés obtenido por la Comisión Europea en mercados de capitales, se añade solamente una pequeña comisión. Sin embargo, el volumen total de fondos disponibles a través de este instrumento es únicamente de 60 mil millones de euros.

Al igual que en el instrumento por balanza de pagos, la asistencia financiera requiere la firma de un acuerdo en el que se establecen reformas económicas específicas a implementar por el receptor de la ayuda en el plazo establecido. Dado su limitado volumen, los fondos del EFSM han servido como complemento a la ayuda concedida por el FMI y el EFSF, abaratando el coste de los programas.

#### c) *El Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF)*

El Fondo Europeo de Estabilidad Financiera es una sociedad instrumental creada por los miembros de la Zona Euro en mayo de 2010. Su finalidad era la de conceder asistencia financiera a los Estados Miembros de la unión monetaria que tuvieran dificultades para obtener financiación en mercados a tipos de interés adecuados.

La capacidad total del EFSF se estableció en 440.000 millones de euros con lo que la capacidad combinada del EFSF y el EFSM quedaba en 500.000 millones de euros. Sin embargo, la capacidad del EFSF se basa exclusivamente en las garantías de sus miembros y por tanto depende directamente del *rating* de los Estados Miembros de la Eurozona. Como se ha podido comprobar en esta crisis, la rebaja del *rating* de los países de la Eurozona con calificación AAA puede provocar bien una reducción de la capacidad del EFSF o bien una rebaja de su *rating*, dificultando y encareciendo su financiación en los mercados de capitales.

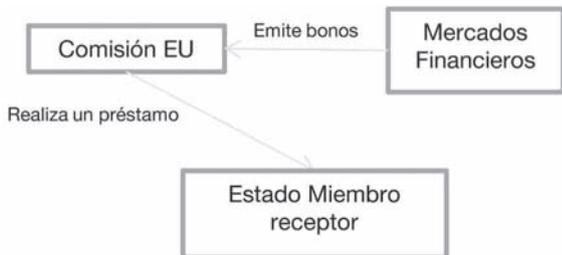
Por último, el EFSF es un mecanismo temporal de gestión de crisis con una duración predeterminada de tres años.

#### d) *El Mecanismo Europeo de Estabilidad (ESM)*

El ESM es una institución financiera internacional creada en julio de 2011 para sustituir al EFSF, dado su carácter temporal.

La diferencia más sobresaliente entre el ESM y su predecesor es la existencia de un colchón de capital desembolsado de 80.000 millones de euros que confiere al ESM una solidez muy superior. La importancia

GRÁFICO 18  
EL MECANISMO EUROPEO DE ESTABILIDAD FINANCIERA (EFSM)



Fuente: Comisión Europea.

del colchón de capital desembolsado se traduce en una mayor protección de la institución frente a posibles pérdidas, una mayor independencia frente a bajadas de *rating* de sus garantes y una ausencia de impacto en la deuda de los Estados Miembros garantes del ESM como consecuencia de la asistencia financiera prestada a sus miembros.

A diferencia de lo que ocurre con el EFSF, la existencia de una base de capital desembolsado capaz de absorber pérdidas, evita la contabilización de la asistencia financiera concedida por el ESM como deuda de sus garantes. Adicionalmente, el ESM dispondrá de otros 620.000 millones de euros en capital desembolsable a petición del Consejo de Gobierno del ESM. La combina-

GRÁFICO 19  
EL FONDO EUROPEO DE ESTABILIDAD FINANCIERA (EFSF)



Fuente: Comisión Europea.

ción de estas dos clases de capital eleva la capacidad total del ESM a 700.000 millones de euros.

Por último, es preciso destacar el carácter permanente del ESM ya que dota a la Zona Euro de una mayor estabilidad. Además, puesto que su entrada en vigor está previsto que se produzca en la segunda mitad de 2012 y por tanto antes de que el EFSF alcance el final de su vida, el Eurogrupo acordó en Marzo de 2012 que la capacidad restante del EFSF se podrá sumar a la del ESM hasta alcanzar una capacidad total de 700.000 millones de euros mientras el EFSF siga en vigor.

e) *Instrumentos de asistencia financiera disponibles bajo el EFSF y el ESM*

Con el objetivo de dotar a los mecanismos de rescate europeos de la flexibilidad necesaria para afrontar problemas de muy distinta índole, se han previsto los siguientes instrumentos:

– *Préstamos a Estados Miembros.* Los préstamos constituyen la herramienta principal para el rescate de Estados de la Eurozona. Su concesión conlleva la aceptación de un programa de ajuste macroeconómico. La correcta implementación de reformas económicas y fiscales son condición necesaria para el desembolso de los sucesivos tramos del préstamo.

– *Préstamos específicos para la recapitalización de entidades financieras.* Su concesión se realiza exclusivamente para atajar problemas específicos del sistema financiero. Su principal ventaja es la aplicación de una condicionalidad mucho más reducida que se refiere principalmente al sector bancario y sus mecanismos

GRÁFICO 20  
EL MECANISMO EUROPEO DE ESTABILIDAD (ESM)



Fuente: Comisión Europea.

de supervisión y control. En ningún caso está prevista la imposición de condicionalidad ligada a las finanzas públicas o a la economía real. No obstante, este tipo de asistencia financiera no se concede directamente a las entidades financieras sino al Estado por lo que constituye deuda del Estado.

— *Líneas de crédito.* Son instrumentos de prevención de crisis primordialmente que se conceden a Estados con riesgo de problemas futuros. Su procedimiento abreviado permite realizar intervenciones rápidas para evitar el agravamiento de problemas. Existen dos tipos de líneas de crédito. El primer tipo (en inglés, *Precautionary Credit Line* o PCL) posee la gran ventaja de no tener una condicionalidad concreta asociada de antemano. Sin embargo, su concesión requiere el cumplimiento de requisitos estrictos. A modo de ejemplo, los Estados que no cumplan sus objetivos de déficit y deuda pública o con problemas de solvencia en sus sistemas bancarios, no podrán solicitar este tipo de

crédito. Para aquellos Estados que no cumplen dichas condiciones existe un segundo tipo de líneas de crédito que también proporcionan una mayor agilidad y flexibilidad pero conllevan una condicionalidad acordada en el momento de su concesión.

— *Compra de bonos en mercados secundarios* con objeto de reducir la presión sobre la prima de riesgo provocada por un mal funcionamiento del mercado de deuda soberana.

— *Compra de bonos en mercados primarios* en el último tramo de un programa de ajuste económico. Su finalidad es la de facilitar el retorno a los mercados de capitales.

— *Emisión de certificados de cobertura parcial de pérdidas.* Dichos certificados acompañan a las emisiones de deuda soberana en los mercados de capitales

### **El debate sobre el estatus de acreedor preferente del EFSF/ESM**

El objetivo primordial de los programas de ajuste económico con asistencia financiera de los fondos europeos de rescate y del FMI es el de facilitar la vuelta de los Estados a los mercados de capitales en condiciones de financiación que no comprometan la viabilidad de sus finanzas públicas ni su crecimiento futuro. Para alcanzar dicho objetivo, los Estados deben haber implementado con éxito toda una batería de reformas fiscales y estructurales que restauren la confianza de los inversores. Además, otro factor fundamental a la hora de atraer a nuevos inversores es la estructura de pasivo del Estado. La deuda preferente no debe suponer un volumen excesivo del total ya que de lo contrario, sobre las nuevas emisiones recaería la totalidad del riesgo del Estado, elevando la prima de riesgo de nuevo y comprometiendo la solvencia de la deuda pública.

Durante la negociación del EFSF y su sucesor, el ESM, en Europa se inició un debate sobre el carácter de los créditos concedidos a Estados Miembros. El carácter preferente se presentaba como una opción razonable dado su rol de prestamista en última instancia. No obstante, no estaba claro cuál podía ser su impacto de mercado, por lo que no se concedió este rango legal de forma específica a las deudas del EFSF y el ESM. El carácter preferente únicamente se establece en el preámbulo del Tratado de creación del ESM, sin carácter legal vinculante y solamente para los préstamos que conceda el ESM, no para el resto de acciones. En mayo de 2011, el anuncio de la participación de los acreedores privados como condición previa al segundo rescate de Grecia supuso la confirmación práctica del carácter preferente de la deuda contraída con los mecanismos de rescate europeos, al igual que ha venido sucediendo con el FMI. Además, este proceso puso de manifiesto el hecho de que la deuda soberana en manos del Eurosistema en la práctica también tenía rango de deuda preferente ya que quedó a salvo del proceso de reestructuración de deuda. La respuesta del mercado fue contundente. Por tanto, en programas como el de Grecia donde el volumen de deuda oficial ha alcanzado niveles muy elevados, la vuelta al mercado puede complicarse notablemente. En esto reside el mayor riesgo del segundo programa griego debido al aumento del porcentaje de deuda oficial.

La Zona Euro ha respondido a estos problemas con la aprobación de nuevos instrumentos para el EFSF y el ESM que entraron en vigor en octubre de 2011. El primero de ellos consiste en la compra de títulos de deuda soberana en mercados primarios, cuya finalidad es reducir el tipo de interés de las emisiones de deuda de los Estados que inician su regreso al mercado. El segundo permite al EFSF y el ESM emitir certificados de protección parcial junto con los nuevos títulos emitidos por el Estado. A través de dichos certificados, el EFSF o el ESM asumen el primer tramo de pérdidas (20 por 100 o 30 por 100) en caso de reestructuración de la deuda del Estado emisor. Por consiguiente, este instrumento convierte al EFSF y al ESM en deudores subordinados a los nuevos acreedores del Estado facilitando la colocación de nuevas emisiones a un precio adecuado. Además, con estos instrumentos los Estados de la Zona Euro han diferenciado la reestructuración de deuda privada griega como un caso aislado, a no repetir en el futuro.

garantizando el primer tramo de pérdidas (20 por 100 o 30 por 100). Su objetivo es facilitar el acceso de los Estados a los mercados.

Finalmente, se ha previsto la posibilidad de crear vehículos de inversión conjunta financiados por el ESM y otros inversores externos. Su finalidad es la de apalancar en cierta manera los recursos del ESM y ampliar su capacidad. En estos vehículos el ESM asumiría el primer tramo de pérdidas con objeto de atraer a otros inversores.

#### **4. Reforma de la gobernanza europea**

La reforma del marco de gobernanza europeo se ha articulado de forma graduada, respondiendo a los desarrollos de la crisis económica y financiera y con un doble objetivo; por un lado abordar la falta de supervisión rigurosa en materia fiscal y, por otro, contribuir al reequilibrio macroeconómico en el seno de la Unión Europea y fomentar la competitividad de sus Estados Miembros. En términos generales, las reformas han incidido en la mejora del marco de análisis y seguimiento de las finanzas públicas y la ampliación de la supervisión comunitaria al ámbito de los desequilibrios macroeconómicos, siguiendo un enfoque similar al establecido en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento.

En cuanto al ámbito fiscal, los esfuerzos por flexibilizar el PEC desde su creación han supuesto notables mejoras. Gracias a las últimas reformas, el PEC se configura como un instrumento enfocado a la sostenibilidad de finanzas públicas, minimizando su impacto en las condiciones cíclicas y la senda de crecimiento económico. A ello han contribuido diferentes factores. Por una parte, el mayor automatismo introducido por la generalización en la aplicación de la mayoría cualificada inversa para la toma de decisiones (es necesaria una mayoría cualificada para bloquear y no para aprobar las distintas recomendaciones). Por otra parte, la consideración de la posición de partida y el alcance del esfuerzo realizable como criterios en la determinación del plan de corrección del déficit excesivo. Además, se ha introducido también la consideración del esfuerzo estructural (neto de medidas excepcionales y medidas de carácter temporal) en la evaluación de la reducción del déficit. Asimismo, existe la posibilidad de ampliar el plazo de corrección en caso de acontecimientos económicos adversos o grave recesión económica en la Zona Euro o la Unión Europea.

En el ámbito macroeconómico, la aprobación del Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos supone un hito en la vigilancia a nivel europeo de desequilibrios perjudiciales (burbujas inmobiliarias, exceso de deuda externa, falta de competitividad, etcétera) mediante la identificación de los riesgos potenciales y

la corrección de los mismos una vez son considerados excesivos. El sistema de supervisión tiene un carácter anual y se basa en la identificación de Estados Miembros con indicios de desequilibrios macroeconómicos. Dichos Estados pasan entonces a ser sometidos a un examen más a fondo a fin de calibrar la extensión y naturaleza de los desequilibrios. Si los desequilibrios existen pero no son excesivos, las conclusiones de los estudios en profundidad desembocarán en recomendaciones en el marco del «brazo preventivo». Si los desequilibrios son severos, en cambio, se abriría un procedimiento de desequilibrios excesivos que constituye la vertiente correctora del nuevo proceso y que incluye la posibilidad de sanciones financieras para los países de la Zona Euro. La primera implementación de este nuevo procedimiento comenzó en febrero de 2012 (véase Comisión Europea 2012), con la identificación de 12 países sobre los que realizar un estudio exhaustivo (Bélgica, Bulgaria, Chipre, Dinamarca, España, Eslovenia, Finlandia, Francia, Hungría, Italia, Reino Unido y Suecia).

Desde un punto de vista cronológico, el proceso de reforma de la gobernanza europea se ha llevado a cabo en tres fases, cuyos cambios fundamentales quedan resumidos en las siguientes tablas, clasificados en torno a tres criterios; mayor transparencia, mayor disciplina y mejoras en la aplicación de las normas:

— Un primer paquete de seis medidas legislativas (*6-pack*) presentado en septiembre de 2010 y aprobado a mediados de diciembre de 2011, que refuerza los brazos preventivo y corrector del Pacto de Estabilidad y Crecimiento y crea el nuevo procedimiento de desequilibrios macroeconómicos. Además, se establecen normas para garantizar la correcta e independiente compilación de estadísticas y se promueve la transparencia en los procesos de toma de decisiones.

— Un segundo grupo de dos medidas legislativas (*2-pack*), cuya entrada en vigor está prevista para el verano de 2012 y que pretende reforzar la supervisión fiscal del *6-pack* debido a la especificidad de la crisis de deuda soberana en Europa. Para ello, se crean disposiciones comunes para el seguimiento y evaluación de proyectos de planes presupuestarios y se refuerza la supervisión de la corrección del déficit excesivo de los Estados Miembros en la zona del euro.

— Por último, el Tratado sobre Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria (TECG), refleja la vertiente nacional de los compromisos europeos reforzados. Firmado por 25 Estados de la Unión Europea, es vinculante para los países de la moneda común y el resto puede adherirse con carácter voluntario a sus prescripciones. Su entrada en vigor está prevista para enero de 2013, una vez rati-

CUADRO NÚM. 2  
CAMBIOS INTRODUCIDOS POR EL 6-PACK

	PROCEDIMIENTO	MEDIDA	OBJETIVO
6 pack	PACTO DE ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO	Adaptar los marcos presupuestarios (incluyendo los sistemas de contabilidad pública, las estadísticas y los métodos de previsión) a la normativa de la UE	Transparencia
		Vincular el aumento del gasto a la tasa de crecimiento del PIB a medio plazo  La reducción de la deuda se convierte en un criterio para la evaluación de las finanzas públicas: cuando la deuda supere el 60 por 100 del PIB, el exceso debe ser reducido como mínimo en 1/20 al año, durante un período de 3 años	Disciplina
		En caso de incumplimiento de los principios acordados, la Comisión puede dirigir una advertencia o incluso una recomendación (incumplimientos graves o reiterados) al Estado miembro, que será adoptada por el Consejo por mayoría cualificada inversa y dará lugar a la disposición de un depósito generador de intereses equivalente al 0,2 por 100 del PIB  Directiva sobre marcos fiscales nacionales: Compromiso de los países de la moneda única de incorporar en su legislación nacional las normas presupuestarias establecidas en el PEC, a través de un instrumento específico, vinculante y duradero  Para los países bajo el procedimiento de déficit excesivo, se aplicará también la existencia de un depósito equivalente al 0,2 por 100 del PIB, que se convertirá en multa en caso de no adoptar las medidas correctoras exigidas por el Consejo a través de una recomendación votada por mayoría inversa cualificada	Aplicación
	PROCEDIMIENTO DE DESEQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS	Publicación de un sistema de alerta compuesto por 10 indicadores externos e internos, que se verán complementados mediante análisis económico con el objetivo de identificar a países potencialmente sujetos a desequilibrios macroeconómicos en un informe anual ( <i>Alert Mechanism Report</i> )  Elaboración y publicación de los resultados y la metodología del análisis en profundidad ( <i>In-depth reviews</i> ) de los países señalados como potencialmente sujetos a desequilibrios	Transparencia
		De forma paralela al brazo corrector del PEC, si el resultado del análisis en profundidad señala la existencia de desequilibrios severos que puedan ser considerados excesivos, la Comisión propondrá al Consejo la apertura de un procedimiento de desequilibrios excesivos, recomendando una hoja de ruta a seguir para corregir la situación	Disciplina
		Para los países bajo el procedimiento de desequilibrios excesivos, se aplicará también la existencia de un depósito equivalente al 0.1 por 100 del PIB, que se convertirá en multa en caso de no adoptar las medidas correctoras exigidas por el Consejo a través de una recomendación adoptada por mayoría cualificada	Aplicación

ficado por al menos 12 componentes de la Eurozona. A lo largo de sus tres capítulos principales, el Tratado plantea disposiciones para mejorar la coordinación (por ejemplo mediante discusiones *ex-ante* de las principales reformas económicas) y la gobernanza económica en la zona del euro (con cumbres regulares) así como compromisos de fortalecimiento de la disciplina presupuestaria a través del conocido “pacto fiscal” (*fiscal compact*).

Por último, para poder llevar a cabo una mejor coordinación *ex-ante* y un seguimiento efectivo de la nueva Gobernanza, los Estados Miembros acordaron la implementación del Semestre Europeo de Coordinación, que fija un calendario conjunto para los debates sobre reformas estructurales, medidas de crecimiento y supervisión presupuestaria, concentrado en los primeros 6 meses de cada año.

CUADRO NÚM. 3  
**CAMBIOS INTRODUCIDOS POR EL 2-PACK**

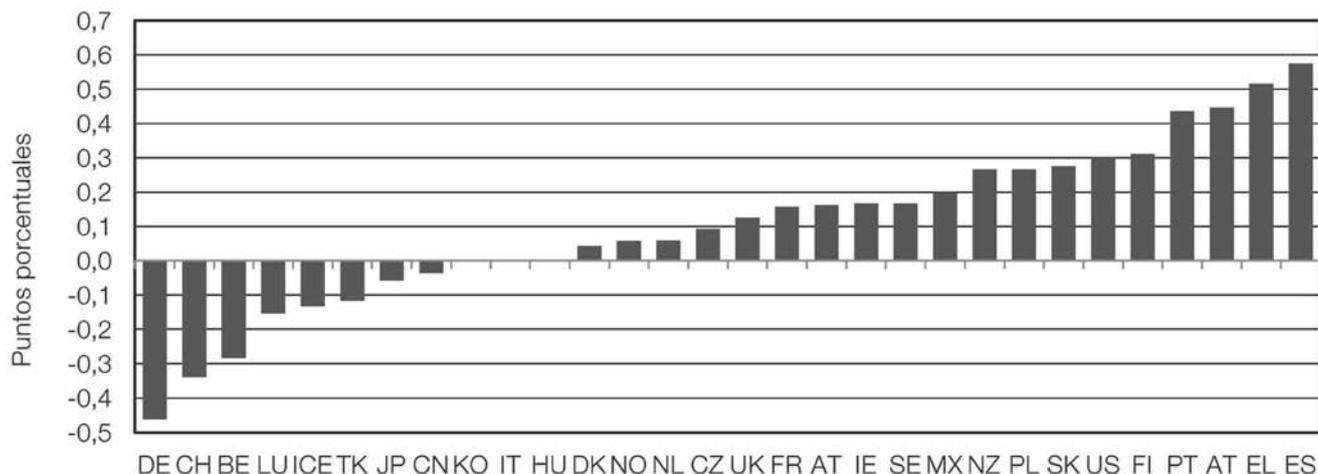
PROCEDIMIENTO		MEDIDA	OBJETIVO
2 pack	REGLAMENTO SOBRE VIGILANCIA Y EVALUACIÓN DE PROYECTOS DE PLANES PRESUPUESTARIOS EN ESTADOS MIEMBROS DE LA ZONA EURO	Las normas presupuestarias comunes a nivel nacional deberán ser supervisadas por instituciones independientes	Transparencia
		Obligación para los países del euro de presentar su proyecto de plan presupuestario para el año siguiente a la Comisión y el Eurogrupo antes del 15 de octubre, junto con las proyecciones macroeconómicas en las que se basan	
		La Comisión analiza si el proyecto de presupuesto está en consonancia con el PEC y las recomendaciones del semestre europeo. Si estima que muestra incumplimiento grave con el PEC, puede exigir un proyecto de plan presupuestario revisado. De lo contrario, puede emitir un dictamen a los Estados en cuestión, que será debatido por el Eurogrupo	Disciplina
		Introducción de un sistema de vigilancia graduada con el fin de asegurar una corrección oportuna y duradera de los déficit excesivos	Aplicación
	REGLAMENTO DE MEJORA DE VIGILANCIA DE ESTADOS MIEMBROS DE LA ZONA EURO EXPERIMENTANDO (O EN PELIGRO DE EXPERIMENTAR) DIFICULTADES FINANCIERAS	La Comisión puede decidir poner a un país bajo vigilancia aumentada, que será además obligatoria para los países que hayan recibido asistencia financiera precautoria	Disciplina
		Monitoreo más estricto por la Comisión van más allá de los requisitos para el procedimiento de déficit excesivo Estados miembros	Aplicación
		Evaluaciones sobre el contenido y la orientación de la política fiscal podrán hacerse en cualquier momento mientras el Estado miembro se encuentre bajo un procedimiento de déficit excesivo	
		Para aquellos Estados miembros bajo un programa de ajuste macroeconómico se simplificará la carga de la supervisión con el fin de evitar la duplicación, suspendiéndose el seguimiento en el marco del SGP y la aplicación del procedimiento de desequilibrios macroeconómicos. Además, se extenderá la vigilancia post-programa, siempre y cuando no se haya pagado el 75 por 100 de su deuda	

CUADRO NÚM. 4  
**CAMBIOS INTRODUCIDOS POR EL TCG, EL PACTO FISCAL**

PROCEDIMIENTO		MEDIDA	OBJETIVO
TECG	PACTO FISCAL	Asegurar una mejor coordinación de la emisión de deuda entre los Estados miembros, ampliando los marcos existentes para el intercambio previo de información sobre los planes de emisión	Transparencia
		Obligación de acompañar el ajuste presupuestario con planes detallados sobre reformas estructurales que garanticen una corrección eficaz y duradera de los déficit excesivos	Disciplina
		Exigencia a los Estados miembros para consagrar los objetivos a medio plazo (MTO) en la legislación, a nivel constitucional o equivalente, con capacidad para el Tribunal de Justicia Europeo (TJCE) de imponer sanciones financieras (0,1 por 100 del PIB) en caso de incumplimiento	
		Límites más estrictos para los objetivos a medio plazo (MTO) incluidos en el PEC, con un déficit estructural del 0,5 por 100 como límite superior	Aplicación

GRÁFICO 21

**EVOLUCIÓN EN LA RESPUESTA GLOBAL A LAS RECOMENDACIONES EMANADAS DEL ESTUDIO GOING TO GROWTH, OCDE. DIFERENCIA ENTRE 2008-2009 Y 2010-2011**



*Nota:* El indicador de respuesta global de las reformas elaborado por la OCDE representa el número de años en los cuales han existido reformas estructurales que respondieran a las recomendaciones expresadas en el correspondiente estudio *Going for Growth*.

*Fuente:* OCDE.

## 5. Fomento de un crecimiento económico sostenido

Como complemento a las acciones en los ámbitos de estabilidad financiera y sostenibilidad fiscal, la Unión Europea lanzó en marzo de 2010 la Estrategia Europea 2020, que venía a sustituir a la conocida Agenda de Lisboa como principal instrumento para fomentar el crecimiento sostenido de una Europa más productiva, competitiva y respetuosa con el medio ambiente. Asimismo, el Pacto por el Euro (*Euro Plus Pact*) fue adoptado por 23 Estados Miembros a principios de 2011 con el objetivo de aumentar la coordinación en las reformas pertenecientes a áreas como la competitividad, el empleo, la sostenibilidad de las finanzas y la estabilidad fiscal.

Es importante señalar los importantes progresos que han tenido lugar en materia de reformas estructurales en la mayoría de los países europeos en los últimos años, tal y como señala la OCDE en su último informe sobre crecimiento (OCDE 2012) y podemos ver en el gráfico 21.

En este marco, las reformas para fomentar el crecimiento deben basarse en un doble pilar. Por un lado, aprovechar las sinergias presentes en las iniciativas comunitarias, esencialmente en materias como la profundización del mercado único, el fomento del empleo (especialmente entre los jóvenes) y el acceso a la financiación de las pequeñas y medianas empresas (8). El segundo pilar radica en la identificación y liberación

de los principales cuellos de botella existentes a nivel nacional para desatar el potencial de crecimiento doméstico y ayudar al mejor acomodo de las perturbaciones económicas (ver anexo I).

## IV. CONCLUSIONES

La crisis de deuda soberana ha dejado al descubierto las principales carencias de la Unión Europea y más concretamente, de la Zona Euro: mecanismos de gobernanza económica y prevención de crisis laxos y total ausencia de instrumentos de resolución de crisis. Ante ello, las estructuras y los principios sobre los que se cimentaba la unión monetaria y el mercado único están experimentando un profundo proceso de revisión y cambio con el objetivo de reforzar la coordinación y la supervisión económica y presupuestaria en torno a tres grandes ejes: la estabilidad financiera, la sostenibilidad de las finanzas públicas y el crecimiento económico.

A pesar de los esfuerzos realizados, la crisis de deuda soberana a día de hoy es más grave que nunca. El futuro incierto de Grecia unido a la necesidad de asistencia financiera externa expresada por España en el marco del ejercicio de recapitalización y saneamiento de los balances bancarios han contribuido a poner a la Eurozona y quizá también a Europa en una difícil encrucijada: dar pasos decisivos hacia una mayor integración o aceptar la ruptura de la unión actual y la salida de alguno de sus miembros.

Además, en la actualidad, los sistemas financieros nacionales superan con creces el tamaño de sus economías nacionales y han excedido la capacidad de sus mecanismos de gestión de crisis domésticos, diezmos en muchos casos por la fragilidad de las finanzas públicas.

Con objeto de recuperar de forma urgente la confianza plena de los inversores necesaria para reactivar el crecimiento los Estados Miembros deben demostrar su firme compromiso con la unión monetaria. En los primeros compases de la crisis se pudo comprobar el enorme efecto contagio que en la práctica provoca cualquier titubeo o falta de determinación con respecto a la moneda única. Los difíciles logros conseguidos durante estos últimos años deben servir como acicate a los Estados Miembros de la Eurozona para ir más allá y presentar una hoja de ruta clara con el objeto de establecer una Unión Monetaria y Económica plena.

La ratificación del pacto fiscal es un paso necesario pero no suficiente para garantizar la estabilidad en la Zona Euro si no se ve acompañada de una auténtica unión fiscal. Además, en el mercado único europeo, los sistemas financieros nacionales superan con creces el tamaño de sus economías nacionales y han excedido la capacidad de sus mecanismos de gestión de crisis nacionales. Por ello, la creación de una unión bancaria europea se presenta hoy como la evolución lógica y necesaria. Los elementos claves de dicha unión bancaria son la creación de mecanismos de supervisión financiera integrados, un sistema de garantía de depósitos común así como un fondo de reestructuración bancaria europeo.

Por último, la Zona Euro debe reforzar su unión política con el fin de evitar que se reproduzcan las situaciones que han dado lugar a una reacción tardía ante los conflictos. En este sentido se han barajado distintas propuestas como es el nombramiento de un Ministro europeo de finanzas.

Estas iniciativas crearían bases verdaderamente sólidas para mitigar fuertemente el impacto de crisis futuras. Además, su mero planteamiento tiene la capacidad para disipar las dudas de los inversores al demostrar que los Estados de la Eurozona están realmente dispuestos a escalar al nivel superior en términos de integración y solidaridad entre sus Estados Miembros.

## NOTAS

(\*) Dirección General de Economía y Finanzas. Comisión Europea.

(1) Garantías aquí se refiere a las concedidas por los Estados para que los bancos pudieran emitir pasivos (bonos principalmente) con garantía estatal de más fácil colocación en los mercados.

(2) Tomando como referencia sostenible el umbral fijado en el nuevo procedimiento de desequilibrios macroeconómicos para la deuda privada; 160 por 100 del PIB.

(3) Demostrada tanto a través de protestas como mediante el uso de su voto en las urnas.

(4) Ver SCHUKNECHT *et al.* (2011) para una discusión más amplia.

(5) Algunos países no pertenecientes a la Zona Euro también han contribuido a alguno de los rescates.

(6) El concepto de riesgo moral se debe entender aquí tanto desde el punto de vista del acreedor (a través de una mayor predisposición a prestar sin una evaluación adecuada de riesgos) como desde el punto de vista del deudor (el Estado Miembro receptor de fondos dejaría de actuar con el debido rigor fiscal ante la expectativa de ser rescatado).

(7) Existe una excepción en el caso de las agencias de *rating* que sí son supervisadas de forma directa por una de las 3 agencias europeas, la Autoridad Europea de Supervisión de Mercados de Valores.

(8) Ver Consejo Europeo 2012 para más detalles y la inyección de 130 mil millones para fomentar el crecimiento, anunciada por los líderes de Alemania, España, Francia e Italia el día 22 de junio de 2012.

## BIBLIOGRAFÍA

APUNTES SOBRE UN PLAN DE HACIENDA (M. DE C.), Imprenta de José Domenech, Valencia, *Hacienda Pública*, 27, p. 10. julio de 1876.

COMISIÓN EUROPEA (2012), «Alert Mechanism Report», COM(2012) 68 final.

COMUNICACIÓN DE LA COMISIÓN EUROPEA (2008) sobre «La aplicación de las normas sobre ayudas estatales a las medidas adoptadas en relación con las instituciones financieras en el contexto de la actual crisis financiera mundial (2008/C 270/02)», 25 de octubre de 2008.

COMUNICADO DE FRANCIA Y ALEMANIA TRAS LA CUMBRE CELEBRADA EN DEAUVILLE, 18 de octubre 2010.

CONCLUSIONES DE LOS JEFES DE ESTADO Y DE GOBIERNO DE LA ZONA EURO, 11 de marzo de 2011 (PCE 67/11).

CONDICIONES PARA MAXIMIZAR LA CAPACIDAD DEL EFSF, EFSF, 29 de noviembre de 2011.

CONSEJO EUROPEO (2012), «Towards growth-friendly consolidation and job-friendly growth», *Declaración de los Miembros del Consejo Europeo*, enero 2012.

COUNCIL REGULATION (EC) No 332/2002 establishing a facility providing medium-term financial assistance for Member States' balances of payments, *Official Journal* L53, 23 febrero 2002.

COUNCIL REGULATION (EC) No 1360/2008 amending Regulation (EC) No 332/2002 establishing a facility providing medium-term financial assistance for Member States' balances of payments, *OFFICIAL JOURNAL* L352, 31 diciembre 2008.

COUNCIL REGULATION (EC) No 431/2009 amending Regulation (EC) No 332/2002 establishing a facility providing medium-term financial assistance for Member States' balances of payments, *Official Journal* L128, 27 mayo 2009.

COUNCIL REGULATION (EU) No 407/2010 de 11 mayo 2010, establishing a European financial stabilisation mechanism (OJ L 118, 12.5.2010).

CUERPO, C., y HOBZA, A. (2012), «The surveillance on macroeconomic imbalances in the EU: a sectoral account perspective», *Proceedings of the ECB Seminar on the flow-of-funds perspective on the financial crisis: the Euro Area*, 2011.

EFSS FRAMEWORK AGREEMENT, 7 junio 2010 (PARIS-1-1075295-v16).

- ESTATUTOS DEL EFSF, 2 de agosto de 2011.
- EU MEMO/10/173 de 10 de mayo 2010 sobre *The European Stabilization Mechanism*.
- INFORME DEL GRUPO DE EXPERTOS presidido por Jacques de Larosière sobre *Supervisión Financiera en la UE*, 25 de febrero de 2009.
- GIUDICE, G.; TURRINI, A., e in 't VELD, J. (2003), «Can fiscal consolidations be expansionary in the EU? Ex-post evidence and ex-ante analysis,» *European Economy - Economic Papers* 195, Directorate General Economic and Monetary Affairs, European Commission.
- LEE, J.; MILESI-FERRETTI, G.M.; OSTRY, J.; JONATHAN, D.; PRATI, A., y Ricci, L. (2008), «Exchange rate assessments: CGER methodologies», *IMF Occasional Paper*, No. 261.
- NORMAS DEL EFSF SOBRE PROGRAMAS PREVENTIVOS, EFSF, 29 de noviembre de 2011.
- NORMAS DEL EFSF SOBRE INTERVENCIONES EN EL MERCADO SECUNDARIO, EFSF, 29 de noviembre de 2011.
- NORMAS DEL EFSF SOBRE INTERVENCIONES EN EL MERCADO PRIMARIO, EFSF, 29 de noviembre de 2011.
- NORMAS DEL EFSF SOBRE PRÉSTAMOS PARA LA RECAPITALIZACIÓN DE ENTIDADES FINANCIERAS, EFSF, 29 de noviembre de 2011.
- OBSTFELD, M., y ROGOFF, K. (1995), «The intertemporal approach to the current account,» *Handbook of International Economics*, en G. M. GROSSMAN & K. ROGOFF (ed.).
- OECD (2012), *Economic Policy Reforms 2012: Going for Growth*, OECD Publishing.
- REINHART, C.M., y REINHART, V.R. (2010), «After the Fall,» *NBER Working Paper* 16334, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Policy Symposium Volume, Macroeconomic Challenges: The Decade Ahead at Jackson Hole, Wyoming.
- REINHART, C.M., y ROGOFF, K. (2008), «This Time is Different: A Panoramic View of Eight Centuries of Financial Crises,» National Bureau of Economic Research, *Working Paper* 13882.
- ROXBURGH, CH.; ROXBURGH, S.; LUND, D.; MANYIKA, J.; DOBBS, R.; FORN, R., y Croxson K. (2011), «Debt and deleveraging: Uneven progress on the path to growth», *McKinsey Global Institute*.
- SCHUKNECHT, L.; MOUTOT, P.; ROTHER, P., y STARK, J. (2011), «The Stability and Growth Pact,» European Central Bank, *Occasional Paper Series*, No. 129.
- TRATADO SOBRE EL FUNCIONAMIENTO DE LA UNIÓN EUROPEA, *Boletín Oficial* 115, 9 de mayo de 2008.
- TRATADO PARA EL ESTABLECIMIENTO DEL MECANISMO DE ESTABILIDAD EUROPEO, 2 de febrero de 2012.





# Euroletras para el crecimiento

Gonzalo García Andrés (\*)

## I. INTRODUCCIÓN

En la primavera de 2009, las autoridades económicas consiguieron quebrar la dinámica de la crisis sistémica que estalló unos meses antes y que amenazaba con generar una depresión. Sin embargo, el virus del desorden financiero no desapareció; mutó y volvió a golpear pronto en el seno de la unión monetaria europea. Han pasado más de dos años y en esta ocasión, a pesar de las intensas y variadas terapias aplicadas, no se ha logrado superar la enfermedad.

Las decisiones de política económica y financiera que se han tomado en este tiempo en la zona euro para abordar los problemas estructurales son de gran envergadura. En Grecia, se ha aplicado finalmente un tratamiento acorde con el problema de solvencia, mediante una complicada operación de reestructuración de la deuda con una quita de más del 50 por 100, tras largas negociaciones con los acreedores privados y gracias a un aumento de la implicación financiera del resto de los miembros del euro. Los programas de ajuste en Irlanda y Portugal se están aplicando de manera muy satisfactoria a juicio del FMI y las autoridades europeas, en un entorno externo poco propicio. España e Italia han acelerado su ritmo de ajuste fiscal y están abordando problemas estructurales históricos. De forma paralela, se ha reforzado de manera decisiva el marco institucional de la Unión Monetaria con el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza, que eleva el compromiso político con la disciplina fiscal, con la creación del Mecanismo Europeo de Estabilidad y con la ampliación de la supervisión multilateral al ámbito de los desequilibrios macroeconómicos.

A pesar de estos esfuerzos, la economía bordea de nuevo la recesión, el desempleo aumenta y los mercados de deuda siguen operando con fragilidad y manteniendo los diferenciales a niveles poco com-

patibles con los fundamentos económicos, ahogando al sector privado no financiero. El sistema financiero sigue sin funcionar con normalidad y se mantiene la bifurcación extrema de las condiciones de financiación dentro del área con una especie de centrifugado del capital. Los países vulnerables tienen que compensar con mayor recurso al BCE la sangría de los flujos privados, mientras en los países acreedores disfrutaban de una plétora de financiación privada.

Está claro pues que falta algo en la estrategia europea contra la crisis. Una receta que permita abordar el problema de coordinación que, a través de los mercados de deuda, impide la financiación normal de las economías más vulnerables, sumiéndolas en una espiral de restricción financiera y fiscal que amenaza con convertirse en una deflación de deuda. Es el mismo virus de incertidumbre que amenazó al mundo desarrollado en 2009, pero con una manifestación distinta.

En este artículo se explora la propuesta de emitir Euroletras (Hellwig y Philippon, 2011) como mecanismo para acabar con el fallo de coordinación y reanimar el crecimiento.

## II. UN DIAGNÓSTICO INCOMPLETO

El euro llegó a la adolescencia con síntomas claros de salud descompensada, sobrepeso y males larvados en partes del cuerpo propicias a los excesos. Desde principios de 2010, su estado ha ido empeorando, con un órgano gravemente enfermo, cuyo pequeño tamaño no impidió el contagio a otros órganos más importantes e inicialmente sanos, aunque vulnerables. El tratamiento aplicado ha consistido en fuertes reducciones de grasa y cirugía, combinadas con transfusiones de sangre en los momentos más críticos (como en mayo de 2010 y agosto-septiembre de 2011). Las intervenciones quirúrgicas han sido en general, exitosas, a pesar de algunos

errores iniciales; se trata de operaciones muy complejas y difíciles de aplicar por su impopularidad. Se ha bajado de peso, se han corregido fracturas y deformaciones... pero el paciente sigue enfermo.

El problema está en el sistema circulatorio: la sangre ha dejado de regar todo el cuerpo; se concentra en algunas zonas sanas, mientras que las zonas en tratamiento tienen que funcionar con un flujo escaso y sometido a interrupciones frecuentes. La clave para la curación está pues en el restablecimiento de un flujo estable y ordenado de sangre dentro del cuerpo que consiga reactivar los órganos débiles y en los que se ha aplicado la cirugía.

Las medidas de ajuste fiscal y reforma estructural son necesarias; aumentan el potencial de crecimiento y sientan las bases para recuperar la confianza del sector privado y devolver al sector público su autonomía financiera. Pero no se han creado las condiciones de estabilidad financiera imprescindibles para que estas medidas puedan comenzar a surtir efectos positivos. Y lo que es más preocupante: si no se toman las medidas adecuadas para neutralizar el desarrollo de la enfermedad, a pesar de las transfusiones periódicas, el paciente no recobrará la salud.

La filosofía sobre la que se asienta la estrategia aplicada por las autoridades europeas desde 2010 considera que la causa fundamental de la crisis son los problemas estructurales de las economías del sur más Irlanda. Se trata de distintas combinaciones de exceso de deuda (privada y/o pública) y de apreciación real (pérdida de competitividad, en el lenguaje oficial). Examinemos cada caso de manera sucinta.

Grecia sufre las consecuencias de la gestión sistemáticamente deficiente de sus finanzas públicas desde su entrada en el euro. La reacción de los mercados financieros ante el descubrimiento de esta realidad desde finales de 2009 ha puesto de manifiesto un grave problema de solvencia, agravado por la debilidad institucional del Estado y la falta de ajuste de su déficit exterior. Ante la constatación de que el enfoque aplicado en 2010 no había funcionado, las autoridades europeas decidieron finalmente en 2011 que era necesario un tratamiento propio de un problema de solvencia. La reestructuración de la deuda se ejecutó con notable éxito en el primer trimestre de 2012, como paso previo a la aprobación de un segundo programa de ajuste. Se abría así un horizonte de esperanza para la estabilización de la economía griega. Sin embargo, puede que se haya llegado demasiado tarde.

La debacle griega ha sido el origen de la crisis del euro y sigue siendo una fuente de incertidumbre básica. Sin embargo, la economía helena representa solo el 2 por 100 del PIB del área euro. ¿Cómo es posible enton-

ces que un órgano tan pequeño cause una enfermedad tan grave?

Los problemas de las economías de Irlanda y Portugal poco tenían que ver con los de Grecia, a pesar de su profundidad y su carácter estructural.

El Gobierno irlandés fue durante años el abandono del *laissez-faire* financiero en la UE. El antiguo Ministro de Finanzas irlandés, nombrado en 2005 Comisario de Mercado Interior de la Comisión Europea, fue un ardiente defensor de la autorregulación y frenó en seco los avances hacia la integración mediante legislación común que se habían producido durante el lustro anterior. En términos domésticos, esta política facilitó la eclosión de una dinámica financiera descontrolada con fuertes crecimientos del crédito, subidas en el precio de la vivienda y escaso control de los riesgos. Irlanda era considerada entonces, conviene recordarlo, como uno de los alumnos más aventajados del área euro. Su ratio de deuda pública respecto al PIB era del 25 por 100 en 2007.

Sin embargo, en 2009 los activos de los bancos domésticos llegaron al 500 por 100 del PIB y la deuda externa, al 1000 por 100 del PIB. Aunque gran parte de estos pasivos correspondían al sector de intermediación financiera internacional establecido en Irlanda al amparo de un marco regulatorio y fiscal extremadamente laxo (lo que permitía mantener la posición de inversión internacional algo por debajo del 100 por 100 del PIB), el estallido de la crisis financiera internacional generó una crisis bancaria de grandes dimensiones. Con la evidencia del rápido deterioro de la calidad de los activos bancarios y la dependencia de la financiación mayorista, Irlanda sufrió desde finales de 2008 una sangría de depósitos y financiación mayorista que colocó a las principales instituciones financieras en una situación crítica.

El Gobierno irlandés decidió en otoño de 2008 que el erario público asumiera el riesgo del grueso de los pasivos bancarios (los existentes y los nuevos), incluyendo los mayoristas. En 2009 y a lo largo de 2010 se trató de sanear el sistema mediante el canje de activos deteriorados por deuda pública a precios inferiores al valor nominal y la inyección de capital en las entidades. Al mismo tiempo, la pérdida de la financiación mayorista (con fuertes déficits en la cuenta financiera) se compensó con el recurso a la liquidez de emergencia (ELA) suministrada por el Banco Central de Irlanda dentro del esquema previsto por el Eurosistema. La utilización del ELA para cubrir pérdidas en entidades con problemas de solvencia rozaba el límite de lo aceptado en el marco de política monetaria europea. Pero en parte era el precio a pagar por la estrategia de evitar pérdidas para los acreedores senior de los bancos (distintos de los depositantes), que se entendía como una forma de

evitar un contagio al resto del área a través de los mercados de financiación bancaria.

Finalmente, la capacidad del Estado irlandés para seguir inyectando capital se vio desbordada y se recurrió a un programa de ajuste, cuyo objetivo básico era completar el saneamiento, la reducción de tamaño y la recapitalización del sistema bancario. La aplicación del programa se está llevando a cabo de manera muy satisfactoria de acuerdo a la valoración de la troika (Comisión Europea, BCE, FMI); la actividad se ha estabilizado, se ha corregido el desequilibrio corriente y los diferenciales de la deuda pública (a pesar de su limitado contenido informativo en un entorno de escasa liquidez) se han moderado de manera notable. Curiosamente, todos parecen coincidir en que, al revés de lo que se pensó cuando se aprobó el programa, los riesgos para la economía irlandesa vienen del resto del área euro.

En el caso de Irlanda, el recurso a la asistencia financiera tiene fundamento y está permitiendo resolver en profundidad la crisis bancaria. Además, Irlanda es el mejor ejemplo del riesgo de mantener un esquema nacional de supervisión financiera y gestión de crisis dentro de la Unión Monetaria. Y de la necesidad de completar la reforma del marco institucional del euro con una unión bancaria (García Andrés, 2012), que incluya un sistema federal de supervisión bancaria (organizado en torno al Eurosistema) y un fondo de garantía de depósitos común que tenga un mecanismo centralizado de financiación pública de último recurso para crisis sistémicas (a través del Mecanismo Europeo de Estabilidad, ESM). A finales de mayo de 2012, tanto la Comisión Europea como el BCE se han mostrado favorables a la unión bancaria.

Blanchard (2006) expuso con crudeza los problemas estructurales de la economía portuguesa dentro del euro. Tras un período de auge que coincidió con la perspectiva cierta de su incorporación a la Unión Monetaria, la economía se fue deslizándose hacia un equilibrio con bajo crecimiento del PIB y de la productividad, escasez de ahorro doméstico y elevados déficits exterior y público. El economista francés destacaba la dificultad de proceder a un ajuste que permitiera salir de esta trampa de estancamiento sin contar con la posibilidad de una depreciación nominal. Portugal no tenía un problema en el sistema bancario ni su respuesta de política económica a la crisis fue particularmente imprudente; pero el contagio del virus griego, en primer lugar y, sobre todo, de la petición de rescate de Irlanda acabó forzando su salida del mercado.

El diseño del programa de Portugal, en parte gracias a la impronta del *staff* del FMI, incide en la resolución de los problemas estructurales relacionados con la productividad que ahogan el crecimiento potencial, más allá

del necesario ajuste fiscal. Su aplicación está siendo también hasta el momento valorada con un notable por parte de la troika. En 2011 se ha cumplido el objetivo de déficit público (1), se ha reducido de manera sensible el elevado déficit exterior y se ha aprobado una reforma laboral bastante profunda. Queda trabajo por hacer en las industrias de red y otros sectores de servicios, así como en el saneamiento de los entes y empresas públicas. El presupuesto de 2012 incluye un ajuste fiscal considerado por la troika como de calidad de más de tres puntos en términos estructurales. Este impulso fiscal restrictivo y el empeoramiento del entorno del área euro tendrán un impacto negativo en la actividad y en el empleo.

La marcha de los programas de Portugal e Irlanda ya evidencia que en el diagnóstico estructural hay algo que falta. Si un programa está bien diseñado y las autoridades lo aplican con determinación, lo razonable es esperar, después de un impacto negativo inicial, una recuperación de la economía basada en la mejora de la confianza y una relajación paulatina de las condiciones de financiación. Esa es al menos la experiencia de años del FMI. Sin embargo, numerosos analistas consideran que estas dos economías no podrán restablecerse en el marco de los programas vigentes; que no podrán cumplir el calendario previsto para su vuelta al mercado (finales de 2012-2013 para Irlanda y aproximadamente un año más tarde para Portugal), necesitando una ampliación de sus programas. Y lo que es más grave: hay una parte del mercado que no considera creíble la promesa de *Grecia y no más* que ha hecho el Consejo Europeo en relación a la reestructuración de la deuda.

Para que estos augurios no se cumplan, Irlanda y Portugal tienen que volver a crecer; y para lograrlo, tienen que mejorar las condiciones de financiación del sector privado y las expectativas de los agentes respecto al futuro deben estabilizarse, para iniciar una senda de fortalecimiento. Con la dinámica actual de la crisis del área, es muy difícil conseguir que esto suceda. En ausencia de la palanca de crecimiento asociada a una depreciación del tipo de cambio nominal (que es clave en un programa de ajuste de una economía con moneda propia), se necesita compensar la contracción fiscal y la reestructuración financiera con un estímulo monetario. A pesar de la política del BCE, ese estímulo no llega a las economías de Irlanda y Portugal porque los mercados de deuda lo bloquean.

Con España e Italia llegamos ya al frente de la batalla crucial que se está librando desde mediados de 2011. Aunque su trayectoria dentro del euro y la naturaleza de sus problemas son muy distintas, ambas economías comparten dos rasgos básicos en relación a la crisis del euro: son economías sistémicas por su tamaño y no tenían un problema evidente de solvencia.

La larga fase de expansión de la economía española iniciada en 1994 fue tomando intensidad con la perspectiva de la entrada en el euro, y ya dentro, fue contaminándose de manera progresiva por un ciclo financiero-inmobiliario desbocado. El fuerte crecimiento del crédito relacionado con la construcción residencial en 2005-2007 nos colocó en una situación vulnerable con el estallido de la crisis, por el riesgo de crédito promotor (aproximadamente un 30 por 100 del PIB), por la dependencia del empleo, de la actividad y de los ingresos públicos del sector de la construcción, así como por un déficit corriente del 10 por 100 del PIB y una posición de inversión internacional en torno al -90 por 100 del PIB. Se asignaron demasiados recursos a una inversión cuyo nivel no resultaba sostenible; la parte de la inversión destinada a seguir construyendo viviendas en el futuro en las mismas condiciones de precios que prevalecían hasta 2007 iba a acarrear fuertes pérdidas y además había que devolver la deuda con la que se había financiado parte de esa inversión.

Pero la economía española también tenía algunas fortalezas, a las que en muchos análisis de estos últimos años no se ha prestado suficiente atención. Primera, la deuda pública era relativamente baja. Segunda, el deterioro del sector exterior fue un problema más de cantidad que de precios relativos. A pesar de la apreciación real medida con los índices de precios o con los costes laborales unitarios, la cuota de mercado de las exportaciones españolas en el comercio mundial se comportó durante la fase expansiva mejor que las de Italia, Francia y Reino Unido. Aunque los precios y costes en los sectores no comerciables se elevaron con rapidez (favoreciendo el trasvase de recursos hacia ellos y en detrimento de los sectores comerciables), lo cierto es que las empresas exportadoras españolas han conseguido aprovechar las ventajas del mercado global (2). La evolución de las exportaciones desde el inicio de la crisis, así como el rápido ajuste en el déficit corriente corrobora esta interpretación. Mirado desde otra perspectiva, el déficit corriente español no se origina (como en Grecia y Portugal) por un descenso secular de la tasa de ahorro, sino por un fuerte aumento de la tasa de inversión.

Tercera, los tres primeros grupos bancarios del país eran muy sólidos, con gran capacidad de resistencia y sin problemas de solvencia. Es evidente que ese 30 por 100 del PIB de riesgo promotor ha creado problemas serios de solvencia en una parte importante del sistema bancario, incluyendo algunas entidades de dimensión sistémica. Pero en un entorno de dificultades para el sector bancario, la salud de las dos o tres primeras entidades del sistema es clave. Esta condición no se cumplió en las crisis bancarias ni de EE. UU., ni del Reino Unido (3).

Desde finales de enero de 2010, la economía española se ha visto sometida a episodios de fuerte restricción financiera coincidiendo con los avatares de la crisis del área. En ese tiempo ha iniciado un ajuste fiscal estructural y ha acometido un conjunto de reformas estructurales de amplio alcance que abordan los principales problemas acumulados en los últimos veinte años. Tras una estabilización en 2010 a pesar de los impulsos negativos financieros y fiscales, y tras recuperar un leve crecimiento positivo durante varios trimestres, el agravamiento de la crisis del euro a partir del verano de 2011 ha vuelto a generar una recesión, ha frenado el progreso en la reducción del déficit y ha empeorado las perspectivas del sector bancario.

La economía italiana no experimentó una expansión ligada a su entrada en el euro. Su crecimiento medio durante la década 1999-2009 se situó en torno al 1 por 100. No ha tenido por tanto una fuerte expansión de la inversión y la financiación; no tiene problemas de deuda privada y su sector bancario es relativamente sólido. Su posición de inversión internacional se sitúa en torno al -25 por 100 del PIB. La reacción de la política fiscal a la crisis fue muy modesta y su déficit público es moderado. Su vulnerabilidad deriva del bajo crecimiento potencial y la elevada deuda pública acumulada, en un entorno de anquilosamiento institucional notable. También ha sufrido una apreciación real continuada en relación a los principales países del área. En definitiva, una economía con un desempeño mediocre, pero estable y con capacidad de resistencia a la crisis.

El mercado de deuda pública italiano, uno de los más eficientes y líquidos del mundo, fue sacudido por la inestabilidad durante el verano de 2011, a cuenta de las dudas sobre la situación política y la capacidad del Gobierno para aplicar el ajuste fiscal comprometido con Bruselas y las reformas estructurales necesarias para reactivar el crecimiento. La ampliación de los diferenciales, el hundimiento de la liquidez y la fuerte volatilidad se trasladaron al sistema bancario, que sufrió una crisis de liquidez abrupta. El resultado fue un cambio de Gobierno, que ha propiciado la aceleración del ajuste fiscal y la aprobación de un programa de reformas estructurales de calado.

El episodio de fuerte tensión financiera de mediados de 2011 ha degradado la situación y las perspectivas de España e Italia. ¿Y tuvo que ver con información nueva negativa sobre estos dos países? Básicamente, no. Su origen fue la constatación de que Grecia necesitaba un nuevo programa y la discusión subsiguiente sobre cómo cambiar el enfoque. El sentimiento también se agravó por los datos de crecimiento sobre EE. UU. que mostraban una trayectoria mucho más anémica de lo que se había anticipado durante la primera parte del año. La dislocación de los mercados de deuda y su

transmisión al sistema bancario produjo una parálisis en los mecanismos de financiación de las economías española e italiana, con efectos devastadores sobre el sector privado: caída de la confianza, restricción del acceso al crédito, salidas de capital...

Las compras de deuda pública española e italiana por parte del BCE lograron contener la dimensión sistémica de la crisis y las dos operaciones de financiación a largo plazo del Eurosistema aliviaron la presión. Pero solo temporalmente. La dislocación financiera ha dejado una rémora de fuerte rebaja de la actividad que ha empeorado la recesión en las economías vulnerables y ha arrastrado a otras que parecían sólidas. El descenso en el crecimiento previsto para 2012 que ha mediado entre las Previsiones de la Comisión Europea de la primavera de 2011 (antes del episodio) y las publicadas en mayo de 2012 es muy acusado: 3,3 puntos menos para España y 2,7 puntos menos para Italia.

Y las medidas que se han tomado en ambos países no han tenido todavía un impacto sobre las condiciones de financiación ni la confianza de los agentes externos y domésticos. Los sistemas bancarios han aprovechado las operaciones a tres años para asegurarse la financiación (4), pero las condiciones para acceder a financiación estable en el mercado siguen siendo muy precarias.

De alguna forma, la estrategia que se ha aplicado hasta ahora contra la crisis se basa en el paradigma de las expectativas racionales y la eficiencia de los mercados financieros, que ha quedado seriamente cuestionado por la experiencia de la crisis financiera. Desde esta perspectiva, si los diferenciales no bajan es porque la cirugía y la cura de adelgazamiento son insuficientes o poco creíbles; y los agentes incorporarán tarde o temprano en sus expectativas y en sus decisiones de gasto, ahorro e inversión los efectos de las reformas y del ajuste fiscal. Además, como esta forma de entender la situación excluye la incertidumbre, considera que existe un problema objetivo, de manera que si las condiciones de financiación no mejoran es porque no se ha conseguido resolver el problema. Lo que en muchos casos acaba llevando a que cuando aumenta la tensión financiera se piense que en el área euro hay un problema generalizado de solvencia. Ha sido un flagelo continuo a lo largo de la crisis financiera: siempre que los mercados empeoran por contagio y dinámica endógena se busca un problema fundamental que lo justifique y alguien empieza a prescribir duras medidas que acaba pagando la gente corriente.

Un ejemplo es la situación de los bancos y las llamadas constantes al aumento de capital como solución imprescindible. En EE.UU., tras abandonar la idea de la compra directa de activos, la prueba de resistencia

(*stress test*) realizada en 2009 y la inyección masiva de capital público fue una pieza clave del restablecimiento de la estabilidad financiera. En la UE se siguió el ejemplo, empezando por el Reino Unido y siguiendo por países como Alemania, Francia o Bélgica. Con el estallido de la crisis del euro en 2010, y a lo largo de 2011, se han seguido elevando los requerimientos de capital dentro del área, solo que en este caso, las pruebas de resistencia, a pesar de ser cada vez más duras, no han servido para restaurar la confianza. La fuerte ampliación de los diferenciales de la deuda pública en el verano de 2011 provocó nuevas llamadas a la inyección de capital para romper la espiral entre soberanos y bancos. Y así se decidió un nuevo aumento del capital mínimo. En total, desde 2009, los bancos del área euro han elevado su capital de manera muy notable, incluyendo 192.000 millones de euros financiados con recursos públicos.

No hay duda que la capitalización adecuada de las entidades de crédito es una condición necesaria para recuperar la estabilidad, en particular en países con exceso de deuda privada y activos deteriorados. Pero exigir de manera reiterada e incremental más capital en medio de una fuerte restricción financiera y elevada incertidumbre es una medida poco juiciosa. De hecho, en EE. UU. la inyección de capital masiva tenía como objeto disipar la incertidumbre. En el área euro, la fuente de la incertidumbre es la debilidad del PIB nominal y de las rentas, el aumento del desempleo y las dificultades de acceso a la financiación de los bancos y del sector privado no financiero. La percepción del valor de los activos bancarios depende de estas variables. Puede ser necesario recapitalizar entidades concretas pero el problema para el conjunto del sistema no es el capital, es la estabilidad de los mercados de deuda y de los mercados monetarios y de deuda bancaria.

La visión que subyace a la estrategia seguida hasta ahora no se ajusta a la evolución real de la economía y de los mercados financieros. La dislocación en los mercados de deuda ha creado un mecanismo endógeno y retroalimentado de restricción monetaria y financiera para España e Italia. Lo que marca el comportamiento de los agentes es la incertidumbre sobre las economías domésticas y sobre el propio futuro de la Unión Monetaria. Hay empresas y bancos solventes que no se pueden financiar a un diferencial razonable respecto al tipo de referencia del BCE. Las empresas se lo piensan antes de invertir y reducen plantilla; los hogares frenan el consumo y ahorran por motivo precaución; los inversores extranjeros venden o no renuevan sus activos en España e Italia y el flujo normal de capital queda alterado. El área euro se va deslizando así por una pendiente de descoordinación y desintegración financiera con costes crecientes en términos de bienestar. Dos países solventes y grandes se ven amenazados por la deflación de deuda, con brechas de producción negativas del 4,4 por 100 para España y del 2,9 por

100 para Italia según las estimaciones de la Comisión (realizadas con hipótesis muy conservadoras sobre el crecimiento potencial).

Resulta paradójico que en nombre de la cultura de la estabilidad monetaria y fiscal se esté permitiendo que una parte sustancial de la economía del euro opere bajo una constante amenaza de deflación de deuda. Como señala Leijonhufvud (2012), los efectos reales de la inflación y la deflación de deuda no son simétricos; en el segundo caso las transferencias de recursos de capital a través de quiebras y ventas forzadas alteran la distribución de recursos de la economía y pueden resultar muy costosas en términos de bienestar.

Aunque los países acreedores que ahora reciben la plétora de liquidez y capitales retornados puedan tener la percepción de que la crisis no les afecta, el problema de coordinación afecta al conjunto del área y pone en riesgo su supervivencia. Los ahorradores de países como Alemania están recibiendo rentabilidades negativas al invertir en deuda pública de su país, perdiendo los beneficios de la diversificación y la asignación eficiente del capital que proporcionaba el área del euro.

Lo que ocurre en la Unión Monetaria ahora no es distinto a lo que ocurrió en EE. UU., Reino Unido y el resto de Europa a finales de 2008 y en 2009. Y la solución es la misma: es preciso una actuación pública creíble que asegure contra la incertidumbre (convenciendo a los agentes que los escenarios más catastrofistas que se manejan en los mercados y se comentan en la prensa nunca se van a producir) y coordine las expectativas de los agentes en dirección opuesta a la actual. Para lograrlo hay que estabilizar los mercados de deuda pública y conseguir un marco razonable para la financiación regular a través del mercado tanto del sistema bancario como del sector privado no financiero.

La buena noticia es que resolver el problema de coordinación generaría beneficios para todas las partes (más inmediatos para algunos países y más duraderos para otros) con costes muy moderados. Contrariamente a lo que se suele leer, la solución no requiere transferencias masivas de renta desde los países virtuosos del centro y el norte a los países del sur. Basta con proveer un seguro conjunto que resulte eficaz. Ni más, ni menos.

La mala noticia es que los jefes del equipo médico mantienen el diagnóstico a pesar de que el enfermo no mejora y hasta ahora no parecen dispuestos a afrontar el problema circulatorio. Según se aprecia de los pronunciamientos de distintas autoridades económicas, consideran que los diferenciales elevados, es decir, la inestabilidad y el desorden financiero, son la garantía de que el adelgazamiento y la cirugía lleguen a buen fin (5).

### **III. LAS EUROLETRAS PUEDEN SER LA SOLUCIÓN**

En teoría hay tres soluciones para el problema de coordinación: la asistencia financiera, la intervención creíble del Eurosistema en los mercados de deuda y la emisión de deuda con garantía solidaria. En la realidad, solo hay dos, porque la primera no es una verdadera solución.

Tras la ampliación de los instrumentos aprobada en 2011, el EFSF/ESM puede, además de un programa de ajuste tradicional, comprar bonos en primario y secundario (de manera directa o a través de un vehículo) y prestar fondos a un país para recapitalizar bancos. Sin embargo, es muy dudoso que la asistencia financiera pudiera funcionar con España e Italia (6). En primer lugar, el diseño de los instrumentos de compra de deuda (en particular el de compra en el secundario, que es el que tiene sentido) no permite que funcionen de manera eficaz, pues no asegura una intervención creíble ni en volumen, ni en flexibilidad, ni en efecto estabilizador sobre el mercado. En segundo lugar, con la dotación de recursos actual del ESM/EFSF no sería posible financiar dos programas que sacaran a Italia y a España de los mercados. Y la alternativa de un programa que cubriera solo una parte de las necesidades de endeudamiento con un objetivo catalítico sobre la financiación privada resulta poco plausible dados los precedentes de los países que tienen programa.

En realidad, la inadecuación de la asistencia financiera para solucionar el problema de coordinación tiene razones más profundas que la escasez de recursos. Italia y España ya han aplicado ajustes y reformas de gran calado y coste político, con lo que el valor añadido de la condicionalidad sería escaso. Por otra parte, desactivar dos de los mercados de deuda más grande del área euro aceleraría el conflicto político interno entre Alemania y los países acreedores y los países del sur.

La solución aparentemente más natural sería la intervención del banco central. De hecho, solo el banco central tiene la capacidad financiera para estabilizar los mercados de deuda y coordinar las expectativas de manera creíble. Es lo que hicieron la Reserva Federal y el Banco de Inglaterra en 2009-2010. A pesar de las advertencias procedentes del Bundesbank, la actuación del Eurosistema en el mercado secundario para limitar los diferenciales de la deuda pública sería perfectamente legal y consistente con su mandato de preservar la estabilidad de precios. De hecho no haría más que conseguir que su política monetaria se transmita con cierta normalidad en toda el área (que es el objetivo, no alcanzado, del Programa de Mercados de Valores o SMP). Este tipo de acción entrañaría además menos riesgos para la estabilidad de precios que las operaciones a tres años aprobadas por unanimidad en el Consejo de Gobierno: atajaría los evidentes riesgos de deflación de la

situación actual y tendría menos riesgos de inflación, pues las intervenciones se podrían esterilizar.

Pero es poco probable que el Eurosistema se decida a proveer esta solución. Más allá de la toma de decisiones formal, el Bundesbank todavía pesa mucho en una institución que no es un banco central como los demás.

Por lo tanto, a nuestro juicio la solución al problema de coordinación que amenaza al euro es la construcción de un mercado de deuda pública nuevo con garantía solidaria de todos los Estados.

### **1. El avance equilibrado y gradual hacia la unión financiero-fiscal**

La emisión de deuda con garantía conjunta y solidaria es una decisión política de gran trascendencia, pues implica la puesta en común del riesgo soberano, que es parte esencial de la soberanía fiscal. De hecho, requeriría muy posiblemente una modificación del artículo 125 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea. Se trata por tanto de un elemento de naturaleza constitucional para la Unión Monetaria y sus Estados Miembros.

En muchos análisis, la puesta en común del riesgo soberano se ha ligado a la evolución de la Unión Monetaria hacia una unión fiscal. En este debate, varios trabajos han llamado la atención sobre las lecciones derivadas de la historia del federalismo fiscal en Estados Unidos para Europa (Sargent, 2011; Henning y Kessler, 2012). Una vez cedida la soberanía monetaria, es razonable que los países con menores costes de financiación y mayor calidad crediticia sean reacios a compartir su soberanía fiscal sin más. Este paso solo se puede dar si se avanza en la integración en el terreno fiscal.

El problema por tanto es dar un contenido concreto a la noción de unión fiscal. Hay dos dimensiones básicas a considerar: la cesión de soberanía a una autoridad central para poder imponer reducciones de gastos o aumentos de ingresos públicos y la posible creación de una Hacienda federal.

La versión más ambiciosa (propuesta por ejemplo en de la Dehesa, 2012), incluiría ambas dimensiones, una Hacienda federal para el área euro, con capacidad de recaudación de impuestos y la prerrogativa para imponer decisiones presupuestarias a los Estados Miembros.

Dada la dependencia actual que tiene la Unión Monetaria del marco institucional de la Unión Europea (con un presupuesto raquítico y la regla de la unanimidad para cuestiones fiscales), parece difícil concebir como una posibilidad cercana la creación de una

Hacienda federal con recursos suficientes para cumplir una función de estabilización macroeconómica dentro de la Unión Monetaria (7). Es un camino que puede recorrerse de manera gradual, pero que requerirá una madurez y cohesión políticas mayores a las que existen hoy en día.

El Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza, firmado por los 17 Estados Miembros del euro más otros 8 países no miembros, constituye un paso significativo hacia una mayor cesión de soberanía fiscal a las instituciones comunes de la Unión Monetaria. Es cierto que en términos del contenido de las reglas fiscales, el aumento en el rigor es solo marginal respecto a las normas ya establecidas por la reciente reforma en el Pacto de Estabilidad y Crecimiento. Pero tanto la regla del equilibrio presupuestario como el compromiso de transponerla en los ordenamientos jurídicos nacionales al máximo nivel jerárquico y el mecanismo automático de corrección elevan el compromiso político y jurídico de los Estados Miembros de la moneda única con la estabilidad presupuestaria.

El nuevo Tratado no es un punto de llegada, ni mucho menos. Incluso su forma intergubernamental está llamada a ser superada en algún momento con su incorporación formal a los Tratados de la UE. Pero su significado político no debe pasar desapercibido. Que países que están en una situación económica depresiva y en medio de un ajuste fiscal pro-cíclico de gran magnitud acepten modificar su constitución para incluir la regla del equilibrio presupuestario en términos estructurales denota una voluntad de someterse a la disciplina fiscal muy notable.

Las autoridades económicas de países como Alemania y algunas voces dentro del BCE consideran que es preciso ir más allá, si se quiere siquiera contemplar la emisión de deuda con garantía solidaria. En una posición que parece indicar un ligero matiz respecto a la de fases anteriores de la crisis, el Presidente del Bundesbank señalaba recientemente que no se puede pretender asumir de manera conjunta la deuda si no se puede controlar el gasto de todos los miembros de la Unión Monetaria (8). Es decir, que incluso los más reticentes ya contemplan la posibilidad del eurobono, aunque insistan en la necesidad de mayor cesión de soberanía fiscal como condición previa indispensable.

Pero existe un método para reconciliar las distintas posiciones, siguiendo el enfoque gradual y flexible característico de la construcción europea. La primera fase de este proceso se basaría en un compromiso articulado alrededor de los siguientes 3 principios:

— La deuda que se ponga en común en la primera fase tiene que ser un porcentaje máximo pequeño del PIB de los Estados Miembros.

—La deuda que se ponga en común tiene que ser senior respecto a la deuda nacional, de manera que el riesgo de la garantía solidaria sea muy limitado.

—La emisión conjunta de deuda debe acompañarse de un esquema de incentivos que sea compatible con el marco de gobernanza reforzado y promueva el cumplimiento de las reglas fiscales.

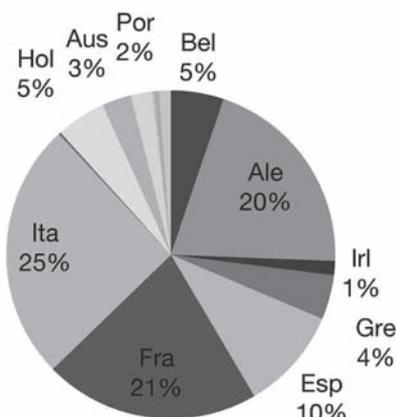
Así, el Nuevo Tratado debe complementarse con una primera piedra de los eurobonos. Posteriormente, será necesario seguir profundizando en la integración fiscal. Pero es importante insistir en que la naturaleza de esa integración tiene que ver sobre todo con la generación, emisión y negociación de deuda pública. La composición del gasto y de los ingresos públicos debe seguir siendo una competencia de los parlamentos nacionales. Pero la relación entre ambos, por las fuertes externalidades que conlleva dentro del área, debe someterse a las rigurosas reglas que ya se han adoptado, asegurándose que las instituciones de la Unión Monetaria pueden hacer efectivo su cumplimiento.

Por último, una lección interesante de la experiencia estadounidense es que la eficacia de las reglas fiscales depende de su aceptación por parte de las administraciones que deben aplicarlas y, en última instancia, los votantes que eligen los parlamentos correspondientes. Y la estrategia que se ha seguido hasta ahora en el área euro está poniendo en peligro la legitimidad y el apoyo ciudadano a la disciplina fiscal en los países que tras aplicar fuertes ajustes, no están viendo resultados positivos. La mejor forma de robustecer la disciplina fiscal y la cultura de la estabilidad presupuestaria en el área euro es conseguir que los ajustes fiscales que se están acometiendo acaben generando una recuperación de la economía y del empleo.

## 2. Las Euroletras como primera fase del proceso

Según datos del BCE, el tamaño del mercado de deuda pública del área euro, medido por el nominal de los valores distintos de acciones emitidos por las administraciones centrales de los países miembros, ascendía en febrero de 2012 a 6,1 billones de euros, con la distribución por países que se observa en el gráfico adjunto. Según la misma fuente, la parte del mercado que corresponde a valores emitidos a corto plazo es un 10 por 100, algo más de 600.000 millones de euros. Se trata de mercados que funcionan de manera autónoma, cada uno de acuerdo a sus peculiaridades históricas e institucionales. Aunque pueda parecer sorprendente, los mercados de deuda pública del área son poco organizados, en el sentido de que gran parte de la negociación se hace de manera bilateral. La negociación multilateral, que suele realizarse en el pequeño número de plataformas existentes en cada mercado, ha

GRÁFICO 1  
DEUDA PÚBLICA ÁREA EURO



Fuente: Banco Central Europeo.

venido descendiendo en términos relativos, cumpliendo fundamentalmente una función de transparencia de precios *ex ante* (9).

El grueso de la emisión se realiza mediante subastas regulares y preanunciadas, aunque en los últimos años ha ido ganando peso la sindicación como mecanismo de lanzamiento de nuevas referencias, debido a la elevada volatilidad. En términos generales, la crisis del euro ha dislocado el funcionamiento de estos mercados: la liquidez (medida a través de los diferenciales entre precios de compra y de venta o como el impacto en precio de una determinada transacción) se ha reducido de manera drástica, sobre todo en los mercados afectados por el contagio; el grado de eficiencia, ya escaso, ha empeorado dado que variaciones de los precios responden poco a la información fundamental; y el peso de la operativa en corto respecto al total de la negociación del mercado ha aumentado notablemente al tiempo que muchos inversores institucionales han abandonado los mercados más volátiles.

El reto es, partiendo de esta realidad de mercado, cómo poner la primera piedra de un mercado común de deuda pública de manera que sea políticamente factible y técnicamente viable.

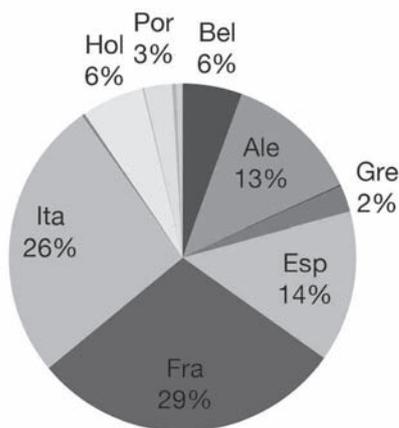
En el debate sobre los Eurobonos se han planteado diversas fórmulas, que en principio podrían ser compatibles con los tres principios formulados al final del apartado anterior. La pionera fue la propuesta del bono azul/bono rojo (Delpla y Weizsacker, 2009), que proponía poner en común hasta el 60 por 100 de deuda pública sobre el PIB (deuda azul), dejando el resto como deuda nacional subordinada (deuda roja). Tiene la virtud de incorporar el carácter senior de la deuda azul sobre la roja y la introducción de incentivos; sin embargo, el montante a poner en común es demasiado elevado

para que resulte factible políticamente como primer paso en las condiciones actuales.

La Comisión publicó un Libro Verde en 2011 con distintas opciones de Bonos de Estabilidad y el propósito de alimentar el debate. Por último, tiene también gran interés la propuesta de un Fondo Europeo de Reembolso de la Deuda del Grupo de Expertos Económicos Alemanes (2011) que asesora al Gobierno Federal, que contempla la puesta en común del exceso de deuda sobre el 60 por 100 del PIB a cambio de garantías reales con el objetivo de superar la crisis. Esta última propuesta ha sido retomada en el Parlamento Europeo, que la ha incorporado como posibilidad en una resolución sobre el libro verde de la Comisión. Su mayor interés radica en que proviene del órgano asesor del Gobierno alemán, haciendo además hincapié en su compatibilidad con la doctrina expresada por el Tribunal Constitucional de ese país sobre los requisitos que deben cumplirse para que el Estado pueda asumir más riesgos en el ámbito de la Unión Monetaria. Pero no está exenta de problemas. El montante sería demasiado elevado y muy desigualmente repartido, porque beneficiaría a los países que, como Italia, tienen un volumen de deuda sobre el PIB más elevado. Por otra parte, se concibe más como una fórmula para superar la crisis que como la primera piedra de un proceso más largo de mayor integración fiscal y financiera.

Por último, en el paquete de documentos referido al Semestre Europeo publicado a finales de mayo de 2012, la Comisión ha vuelto a recordar el interés de la emisión conjunta de deuda en aras de la solidaridad y la disciplina fiscal, comprometiéndose a presentar propuestas basadas en el resultado de la consulta sobre el Libro Verde.

GRÁFICO 2  
MERCADO DE LETRAS EURO



Fuente: Banco Central Europeo.

A nuestro juicio, la alternativa más atractiva sería la propuesta realizada en un artículo breve por Hellwig y Phillippon (2011) que propone empezar por poner en común el segmento de corto plazo de los mercados de deuda pública en euros. En opinión de estos dos economistas, esta fórmula permitiría avanzar en la resolución de la crisis rompiendo el fallo de coordinación y mejorando la regulación financiera y la política monetaria, controlando además posibles problemas de riesgo moral.

Con los datos del BCE, la fotografía del mercado de letras (valores de deuda pública a corto plazo) sería la que se refleja en el gráfico.

### 3. Características básicas del mercado de Euroletras

La propuesta consiste en emitir toda la deuda pública con vencimiento inicial igual o inferior a 12 meses con garantía conjunta y solidaria de todos los Estados Miembros del euro. Los Estados Miembros renunciarían a emitir deuda nacional con este vencimiento de manera que las Euroletras se convertirían en el único activo monetario sin riesgo del área euro. Existiría así un único tipo de interés tanto en la emisión como en el mercado secundario. Las Euroletras podrían emitirse a 1, 3, 6 y 12 meses mediante subastas regulares mensuales, definiendo una curva de rendimientos de corto plazo. Otro aspecto esencial sobre el que insiste la propuesta es la necesidad de que las Euroletras sean senior respecto al resto de deuda nacional con vencimiento inicial superior a 1 año. Este elemento de subordinación ya estaba presente en el bono azul/bono rojo, pero aquí entra de manera más natural, ya que la deuda a corto plazo es de facto senior respecto al resto de la deuda. Esta naturaleza, que se ha fundamentado ampliamente en la literatura sobre finanzas corporativas, tiene también su reflejo en las instituciones públicas encargadas de la renegociación y reestructuración de la deuda como el Club de París. Asimismo, en la definición de las cláusulas de acción colectiva que se introducirán en las emisiones de los países del euro desde mediados de 2013, el carácter senior de la deuda a corto plazo también se ha reconocido. La subordinación de la deuda nacional permite reducir el riesgo de la garantía solidaria y aumenta los incentivos para que el país no se aparte de la disciplina fiscal.

#### 3.1. Tamaño

Según la propuesta el mercado de Euroletras tendría un tamaño máximo del 10 por 100 del PIB del área euro. Y los fondos obtenidos por cada país tampoco podrán sobrepasar el 10 por 100 de su PIB. De esta forma, España podría financiar algo más de 100.000 millones

de euros a través de las Euroletras. Este tamaño no se elige de manera caprichosa, sino tomando como referencia el mercado de Letras del Tesoro estadounidenses, que sería la referencia y que aproximadamente supone un 10 por 100 del PIB de Estados Unidos. El volumen máximo en términos de nominal de Euroletras en circulación se situaría en torno a los 800.000 millones de euros. Como se observa en el gráfico anterior, la proporción que representan las letras nacionales respecto al total de valores a corto plazo varía por países. Francia emite un porcentaje relativamente elevado, al igual que Italia, siendo algo menor el porcentaje de Alemania. En el caso de España, las letras del Tesoro en circulación están por debajo del 10 por 100 del PIB, pues su emisión se ha moderado relativamente en estos últimos dos años dada la voluntad de reducir el riesgo de refinanciación alargando la vida media de la deuda en circulación.

### 3.2. Aspectos operativos

La propuesta contempla la creación de una agencia de gestión de la deuda de la Unión Monetaria, que recibiría de manera trimestral la demanda de financiación en Euroletras de los gestores de deuda nacionales. La agencia central emitiría y posteriormente, las agencias nacionales irían comprando las Euroletras demandadas. Proponen también que la deuda no suscrita respecto a las peticiones de las agencias nacionales se la quede el BCE (como hace el Bundesbank) y se recompre después. Probablemente la dimensión operativa de la propuesta es su aspecto más flojo. No obstante, no sería difícil ajustar la operativa a las necesidades de los inversores y de los emisores.

En primer lugar, lo más práctico sería que la emisión centralizada la llevara a cabo el Mecanismo Europeo de Estabilidad (ESM), que echará a andar como una institución financiera internacional sustituyendo progresivamente al EFSF a lo largo de 2012. El EFSF ya está emitiendo valores con garantía proporcional de todos los Estados Miembros, con el apoyo de la Finanzagentur, la agencia de gestión de deuda alemana. Debería aprovecharse la experiencia del EFSF y la fortaleza institucional del ESM, evitando así duplicaciones innecesarias.

El siguiente paso es interconectar los sistemas de gestión de las tesorerías del Estado nacionales de manera progresiva. Al igual que en la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera del Ministerio de Economía y Competitividad español se centraliza la gestión de la tesorería del Estado, consolidando las posiciones y necesidades de la administración y de los organismos y entes públicos, el ESM debería consolidar la información agregada de la posición y necesidades de tesorería a corto plazo. Las agencias nacionales remitirían para

cada subasta un importe mínimo y otro máximo a financiar, de manera que la agencia central tuviera suficiente información para cortar las subastas de la forma más eficiente posible. Los fondos se distribuirían en proporción a lo solicitado, repartiendo el exceso sobre el mínimo total a prorrata. Para instrumentar este esquema, debería ponerse en marcha un mecanismo eficiente y seguro de pagos entre las tesorerías nacionales y la agencia central.

Este cambio exigiría un esfuerzo considerable en términos administrativos y técnicos, pero sería factible llevarlo a cabo en unos cuantos meses. En principio se perdería cierta autonomía a la hora de gestionar la tesorería propia porque las subastas de Euroletras se cortarían de manera centralizada. No obstante, la contrapartida es una mayor seguridad y estabilidad en las condiciones de acceso al mercado. Desde este punto de vista, la coyuntura actual es propicia para acometer esta transición operativa, dado que como consecuencia de la crisis en los mercados de deuda los Tesoros están operando en general con saldos de tesorería superiores a lo que sería óptimo en un entorno normal. Por otra parte, las agencias nacionales podrían seguir utilizando otros instrumentos como las líneas de crédito con bancos.

### 3.3. Incentivos

La emisión de deuda con garantía conjunta y solidaria conlleva un riesgo inherente de comportamientos de riesgo moral. Así, los costes de la falta de disciplina fiscal de un país se trasladarían al resto de miembros de la Unión Monetaria. Por lo tanto, es indispensable acompañar las Euroletras de un esquema de incentivos adecuado que permita a los países participantes internalizar las consecuencias de sus acciones. El primer elemento de este esquema viene dado por la limitación del tamaño y la subordinación de la deuda nacional a las Euroletras. La laxitud en las finanzas públicas elevará en primer lugar el riesgo de la deuda nacional, de manera que el país tendrá previsiblemente que pagar más por su deuda. Sin embargo, hay que añadir además un mecanismo que permita excluir de las Euroletras a aquellos países que no cumplan sus obligaciones de política fiscal o macroeconómica en el marco del Procedimiento de déficit excesivo o del Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos. Así, una de las sanciones dentro de estos procedimientos podría ser la exclusión de la emisión de Euroletras. Dado el corto vencimiento de los valores, el efecto de esta exclusión se haría notar rápidamente en el coste de financiación del Estado correspondiente. El incentivo sería pues muy poderoso, porque los costes financieros asociados podrían llegar a ser muy elevados.

### 3.4. Posibles efectos

El efecto más directo de la creación de las Euroletras se produciría en los costes de emisión de los países participantes. Los tipos de interés de emisión se situarían probablemente por debajo de los tipos de emisión de las letras del EFSF y quizá algo por encima de los tipos a los que se han emitido recientemente las letras alemanas (0 por 100). Las letras a 3 y 6 meses del EFSF (con garantía proporcional de los Estados de la Unión Monetaria) se han emitido en los primeros meses de 2012 a tipos alrededor de 0,15 por 100 y 0,20 por 100, respectivamente. Por el efecto de la garantía solidaria los tipos de las Euroletras deberían ser inferiores a los del EFSF.

Para países como España e Italia, la posibilidad de refinanciar las letras nacionales con Euroletras supondría un ahorro de intereses considerable. El coste medio de emisión de las letras del Tesoro español desde el cuarto trimestre de 2011 se sitúa entre el 2,75 por 100 y el 3 por 100 (incluyendo las letras a 18 meses). De manera que el ahorro total anual sería de unos 225 puntos básicos que, aplicados a los 100.000 millones de euros de emisión máxima mediante Euroletras, supondrían 2.250 millones de euros anuales.

Para los países con menores costes de emisión, como Alemania, las Euroletras podrían generar un muy ligero aumento del coste de financiación a corto plazo, dado que dejarían de obtener una parte de la prima como emisores de un activo refugio. Al contrario de lo que podría suceder si se emitiera deuda a un plazo más largo, el coste de emitir Euroletras para los países AAA sería muy moderado.

Sin embargo, el efecto más importante de la introducción de las Euroletras no sería la reducción del coste de emisión a corto plazo de los países más castigados. Lo esencial es que permitirían desactivar el mecanismo básico de dislocación de los mercados de deuda pública. Desde las primeras turbulencias a principios de 2010, los movimientos de contagio y ampliación de diferenciales en los mercados de deuda han tenido su epicentro en la parte corta de las curvas de rendimientos. Los tipos de interés de las letras han escalado hasta niveles que implican probabilidades de impago elevadas, poco consistentes con la situación fundamental de los países. Esa distorsión en los mercados de letras se ha trasladado al resto de la curva de rendimientos, así como a la financiación del sistema bancario afectando al funcionamiento del mercado de depósitos y sobre todo, al de repos. Las Euroletras asegurarían que la base del sistema de financiación de las economías de la Unión Monetaria es estable y resistente ante perturbaciones de mercado.

La reducción de costes de financiación y la menor incertidumbre se trasladarían al resto de la curva de ren-

dimientos de la deuda nacional, relajando también las condiciones de financiación para el sector privado. Se facilitaría así la transmisión de la política monetaria del BCE, que se encuentra bloqueada en los países sometidos a presión financiera. Se empezaría a resolver así el problema de coordinación, facilitando la reducción de la incertidumbre y la normalización de las condiciones de financiación y de las expectativas de los agentes.

Hellwig y Phillippon proponen además que se defina a las Euroletras como el principal activo para cubrir los nuevos requerimientos de liquidez derivados de la normativa de Basilea III. De hecho estiman que la demanda de Euroletras del sistema bancario podría llegar hasta los 500.000 millones de euros. Con la inversión en un activo sin riesgo, se facilitaría la ruptura del vínculo de vulnerabilidad entre la deuda soberana y el sistema bancario.

Por último, la creación de un mercado profundo y líquido de activos monetarios sin riesgo en euros contribuiría a potenciar el papel del euro como moneda de reserva.

### 3.5. La posición de los países AAA

El principal obstáculo para la creación de las Euroletras es la oposición de los países AAA, y en particular de Alemania. Los beneficios de ser un refugio para el capital en medio del desorden del área y la simplificación de la naturaleza e implicaciones de la crisis se traducen en un rechazo categórico de cualquier iniciativa que aumente los riesgos relacionados con la Unión Monetaria para la República Federal. Sin embargo, un análisis con más perspectiva llevaría a concluir que las Euroletras son también beneficiosas para los intereses de los países AAA.

Adoptemos primero la perspectiva exclusivamente pecuniaria con la que se está abordando la crisis del euro desde algunos países del centro y del norte de Europa. A primera vista, las Euroletras supondrían que Alemania y el resto de países AAA tendrían que avalar una cantidad igual al tamaño esperado del mercado. Aumentaría así a sus ojos el riesgo de tener que pagar por la indisciplina de los países del sur (aunque todavía no han tenido que pagar nada y el riesgo que han asumido es igual en proporción al que han asumido el resto de miembros de la Unión Monetaria). Además, su coste de financiación a corto plazo no se reduciría (es difícil cuando roza ya el 0 por 100) e incluso podría aumentar ligeramente. Con estos mimbres, el *nein* estaría asegurado.

Pero para hacer los números correctamente hay que enfocar el problema de manera global. Si no se crean las Euroletras (o se adopta la otra solución al problema de coordinación, que genera aún más aversión en Ale-

mania) la enfermedad seguirá extendiéndose, de manera que habrá nuevos países que necesiten asistencia financiera. Cada vez serán menos los miembros que tengan que financiar esta asistencia y mayor el volumen de riesgo para países como Alemania. La financiación a través del mercado será cada vez más escasa y la desintegración financiera de la Unión Monetaria se acentuará, sosteniéndose en los flujos de financiación oficial. En este escenario, Alemania y el resto de los países AAA asumirían un riesgo muy alto y la viabilidad de la Unión Monetaria quedaría en entredicho. En millones de euros, el volumen comprometido quizá fuera menor en un principio. Pero el riesgo asumido y por tanto la pérdida esperada sería mucho más alta. En realidad el riesgo derivado de la garantía solidaria de las Euroletras es moderado, tanto por la subordinación como por el plazo.

Si conseguimos pensar más allá de los números (aunque sea por una vez), la conclusión será mucho más clara. El agravamiento de la crisis del área euro ha agudizado la inestabilidad financiera y está amenazando ya los principales valores de la cultura económica centroeuropea: la estabilidad monetaria y la estabilidad presupuestaria. Las Euroletras son una forma barata y con bajo riesgo de preservar esos valores, restaurando la estabilidad financiera dentro del área, reforzando la Unión Monetaria y mostrando que la consolidación fiscal puede acabar siendo beneficiosa para el crecimiento.

#### IV. CONCLUSIONES

Después de un invierno de malos augurios, la primavera de 2012 ha traído nuevos aires al debate europeo sobre cómo solucionar la crisis del euro. En el equipo de médicos empiezan a ser mayoría los que creen que las reformas y la austeridad no bastarán; que la recuperación del crecimiento es esencial para que el paciente sane. Entre las medidas para incorporar a la estrategia europea se incluyen la ampliación de capital del Banco Europeo de Inversiones o el uso más racional de los fondos estructurales. También se habla de la necesidad de avanzar de manera decidida hacia la unión bancaria.

Mientras esto sucede, el estado del paciente se ha agravado de manera alarmante. Grecia vuelve a caminar por la cuerda floja, la desintegración financiera se exagera y aumenta la desconfianza bancaria. La incertidumbre alcanza de nuevo niveles devastadores para el normal funcionamiento de la economía y de los mercados financieros, y se acrecienta la sensación de que la Unión Monetaria se aproxima a su momento decisivo.

El problema de coordinación vuelve a manifestarse de forma aguda y solo podrá desactivarse actuando sobre su epicentro: los mercados de deuda y su efecto

sobre la financiación de las economías y las expectativas de los agentes. Es el momento de poner la primera piedra de un mercado de deuda pública común para el área.

Afortunadamente, los eurobonos ya forman parte de la agenda de discusión. Pero se corre el riesgo, como ha sucedido en ocasiones anteriores, de que la oposición de Alemania paralice su introducción. No hay que engañarse; las otras medidas que se barajan son importantes. Pero la esencial para resolver la crisis es la emisión con garantía solidaria. La restauración del crecimiento y de la estabilidad para por resolver el problema financiero. Sería un error aceptar concesiones de Alemania en otros frentes (como el del BEI, donde se ha opuesto hasta ahora rotundamente a una ampliación de capital) y posponer la decisión sobre los eurobonos.

El Consejo Europeo debería acordar la emisión de Euroletras a partir del 1 de enero de 2013, reafirmando (incluyendo a Francia) su determinación para ratificar y aplicar con rigor el nuevo Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza. Es un paso indispensable, equilibrado políticamente y poco costoso para los países AAA, que permitirá desbloquear la circulación financiera dentro del área y acabar con la bifurcación del capital. Es una medida en la mejor tradición comunitaria de gradualismo para alcanzar una unión cada vez más estrecha entre los pueblos de Europa. Administrada como tratamiento de choque junto con la indispensable unión bancaria, las Euroletras pueden curar al paciente.

#### NOTAS

(\*) Técnico Comercial Economista del Estado. Las opiniones expresadas en este artículo corresponden al autor y en ningún caso deben atribuirse al Ministerio de Economía y Competitividad.

(1) La cifra de déficit nominal de 2011 incluye el efecto de la decisión de trasladar la gestión de los fondos de pensiones de los bancos al Estado, que genera ingresos netos extraordinarios. Aun así, tomando en cuenta el saldo estructural neto de factores extraordinarios, se ha cumplido el objetivo previsto en el programa.

(2) ANTRÁS, RODRÍGUEZ y SEGURA (2010) señalan que las empresas españolas exportadoras son comparables en productividad y rentabilidad a las más productivas competidoras. El problema es el número relativamente bajo de empresas de tamaño y vocación exportadora suficiente.

(3) En EE. UU. Citigroup tuvo que recibir capital público y un esquema de protección de activos, mientras que en el Reino Unido, el Royal Bank of Scotland, el primer banco del país, tenía un problema gigantesco de solvencia.

(4) Lo que se ha traducido en un fuerte aumento del recurso al Eurosistema para compensar la pérdida de financiación privada exterior. Un ejemplo puede observarse en la balanza de pagos de España del primer trimestre de 2012, en la que el déficit de la cuenta financiera excluyendo al Banco de España por 100.000 millones de euros se financia con una reducción de los Activos del Banco de España frente al Eurosistema. A pesar de las airadas reacciones que ha

suscitado la consiguiente ampliación de los saldos intrasistema derivados del TARGET 2 por parte de algunos economistas alemanes, no hay que olvidar que estos flujos se derivan de la aplicación normal de la política monetaria y se destinan a reembolsar a acreedores de Alemania, Francia y otros, que de otra forma tendrían que afrontar pérdidas.

(5) Ver por ejemplo el artículo del Presidente del Bundesbank en el *Financial Times* de 7 de mayo de 2012 y en particular la siguiente frase: «...relieving stress in the sovereign bond markets eases imminent funding pain but blurs the signal to sovereigns about the precarious state of public finances and the urgent need to act».

(6) Dada la elevada correlación entre la deuda pública de ambos países, es difícil que pueda pensarse en asistencia financiera para uno de los dos.

(7) La tasa sobre las transacciones financieras, sobre la que existe bastante consenso dentro de los miembros de la Unión Monetaria podría servir como un primer instrumento fiscal común.

(8) Entrevista a Jens Weidmann en *Le Monde* de 26 de mayo de 2012.

(9) Esta función es esencial para los Tesoros emisores, que necesitan una referencia fiable del mercado secundario cuando acuden al mercado primario.

## BIBLIOGRAFÍA

- AIZENMAN, J.; HUTCHISON, M., y JINJARAK, Y. (2011), «What is the risk of European sovereign debt defaults? Fiscal Space, CDS Spreads and Market pricing of Risk». *NBER Working Paper* 17407.
- ANTRÁS, P.; RODRÍGUEZ, D., y SEGURA, R. (2010), «Firms in International trade (with an application to Spain)», mimeo.
- BARRIOS, S.; IVERSEN, P.; LEWANDOWSKA, M., y SETZER, R. (2009), «Determinants of intra-euro area government bond spreads during the financial crisis», *Economic Papers* 388. European Commission.
- BINDSEIL, U., y KÖNIG, J. (2011), «The Economics of TARGET2 balances», *SFB 649 Discussion Paper*, Universidad Humboldt de Berlín.
- BLANCHARD, O. (2006), «Adjustment within the euro. The difficult case of Portugal», *Working Paper*, mimeo.
- BORNHORST, F., y MODY, A. (2012), «TARGET imbalances: Financing the capital-account reversal in Europe», *VoxEU.org*, 7 marzo.
- DE GRAUWE, P., y JI, Y. (2012), «Mispricing of Sovereign Risk and Multiple Equilibria in the Eurozone», *Working Paper*, mimeo.
- DEHESA, G. DE LA (2012), «Cambios Institucionales necesarios en el Área Euro», *Papeles de la Fundación*, 44. Fundación de Estudios Financieros.
- DELPLA, J., y WEIZSACKER, J. (2010), «The Blue Bond Proposal», *Bruegel Policy Brief* 420.
- EU COMMISSION (2011), «Spring Macroeconomic Forecast», *European Economy*.
- (2011), «Green Paper: Feasibility of Stability Bonds», noviembre.
- (2012), «Spring Macroeconomic Forecast», *European Economy*.
- GARCÍA ANDRÉS, G. (2012), «La agitada adolescencia del euro y su camino hacia la madurez», en *La crisis de la deuda soberana europea*, Libro Marrón del Círculo de Empresarios.
- GERMAN COUNCIL OF ECONOMIC EXPERTS (2011), «Assume Responsibility for Europe», First Chapter of the 2011/2012 Report.
- HENNING, R., y KESSLER, M. (2012), «Fiscal federalism: US history for architects of Europe's fiscal union», *Bruegel Essay and Lecture Series*.
- HELLWIG, T., y PHILIPPON, T. (2011), «Eurobills, not Eurobonds», *VoxEU.org*, 2 diciembre.
- LEIJONHUFVUD, A. (2012), «The unstable web of contracts» *Paper for the Annual Conference of the Institute for New Economic Thinking*, Berlín, abril.
- PISANI FERRY, J. (2012), «The Euro crisis and the new impossible trinity» *Bruegel Policy Contribution*, enero.
- (2012), «Debate on Target 2: Don't confuse symptom and disease», *Blog de Bruegel*, 2 de marzo de 2012.
- SARGENT, T. (2011), «United States then, Europe now», *Nobel Prize Lecture*, mimeo.
- WEIDMANN, J. (2012), «Monetary policy is no panacea for Europe», artículo en el *Financial Times* de 7 de mayo de 2012.
- (2012), «Mais que pense le patron de la Bundesbank?» Entrevista publicada en *Le Monde* de 26 de mayo.



# Deuda soberana y activos sin riesgo

Ángel Berges  
David Cano (\*)

## I. INTRODUCCIÓN

Durante más de medio siglo, la relación entre rentabilidad y riesgo ha jugado un papel relevante en la teoría financiera. En ese binomio, el denominado «activo sin riesgo», que generalmente se ha identificado con los bonos emitidos por el Tesoro de las principales economías del mundo, actuaba como «ancla» para la valoración relativa de todos los activos financieros.

Los acontecimientos de los dos últimos años en los mercados de deuda pública incorporan grandes dudas sobre la capacidad de dichas referencias de renta fija para seguir siendo considerados como activos sin riesgo, dado el importante descenso en sus cotizaciones, reflejando una posibilidad significativamente distinta de cero de que no pueda ser recuperado íntegramente el capital invertido.

Las agencias de calificación han contribuido a amplificar esos movimientos en los precios de los bonos soberanos, al decidir una sucesión de rebajas de *rating* a países de los que jamás se hubiese pensado que llegasen a perder su status de máxima calidad crediticia. Pero, sin duda alguna, donde más intenso y demoledor ha sido la rebaja de calificaciones crediticias ha sido en el caso del área euro, donde apenas cuatro países mantienen la máxima calificación (1).

Podríamos discutir si contar con una calificación de AAA es una condición suficiente (o incluso necesaria) para ser considerado activo sin riesgo. Pero lo cierto es que el abanico de activos percibidos como «sin riesgo» ha caído drásticamente desde el inicio de la crisis, con importantes implicaciones en numerosos ámbitos de las finanzas, tanto los relacionados con la gestión de carteras, como en las finanzas corporativas, como especialmente en la gestión de las entidades financieras sometidas a regulación.

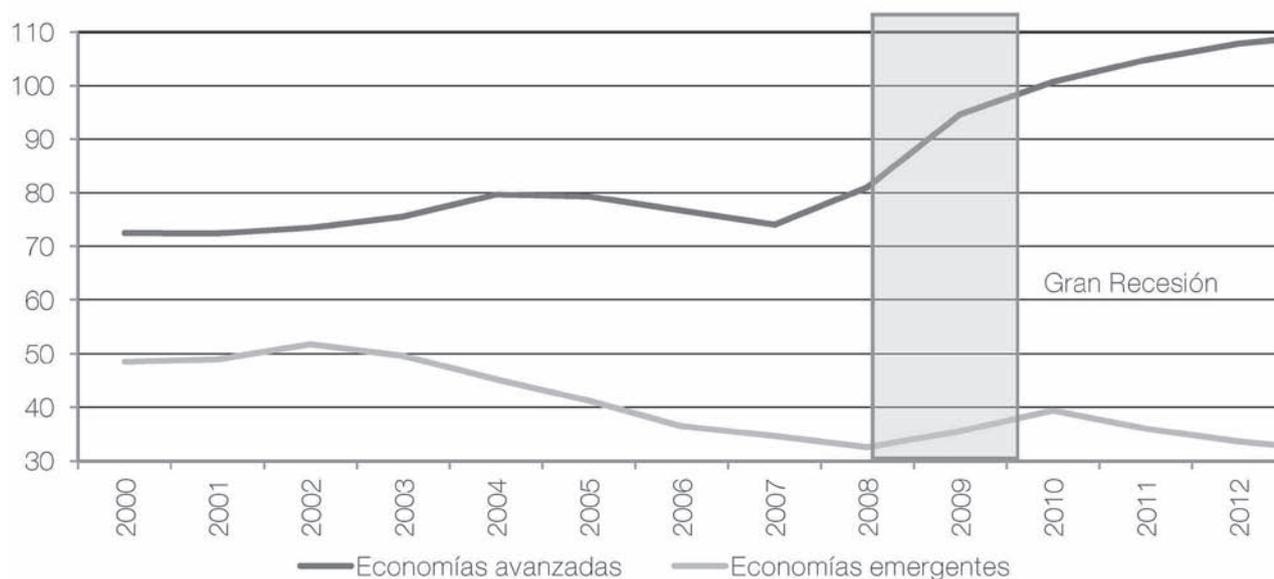
Son esas implicaciones las que pretendemos analizar en el presente artículo, que se desarrolla con la siguiente estructura. En primer lugar analizamos cómo se ha producido el deterioro en las cuentas públicas de la mayoría de países, con especial consideración del caso español, y cómo ello ha ido traducándose en una creciente percepción del riesgo en los bonos soberanos. En segundo lugar, revisamos el papel jugado por el activo sin riesgo en la teoría financiera moderna y el carácter relativo que dicho activo sin riesgo tiene, por lo que difícilmente se puede generalizar la existencia, o no, de activos sin riesgo. Por último, analizamos las implicaciones que el deterioro de la calidad crediticia de la mayoría de países ha tenido, y va a tener, sobre las entidades financieras, partiendo de un hecho incuestionable cual es el del carácter circular, o autoalimentador, entre la percepción de riesgo en los sistemas bancarios y las de sus correspondientes bonos soberanos. Este efecto circular está presente, con mucha más intensidad, en el caso de los países del área euro, y especialmente en el nuestro. En este sentido, es muy relevante, y objeto de análisis también en esta sección, el diferente papel jugado por el BCE y la Reserva Federal estadounidense, y que ha actuado como efecto amplificador del mencionado círculo vicioso entre riesgos bancario y soberanos.

## II. DEUDA SOBERANA: DETERIORO EN LA PERCEPCIÓN DE RIESGO

El papel de la deuda pública como referente básico del activo sin riesgo queda fuertemente cuestionado tras el deterioro generalizado de los mercados de deuda pública que ha tenido lugar desde el inicio de la crisis, y muy especialmente en los países del euro durante los dos últimos años.

Cinco años desde el inicio de la crisis, cabe resaltar el desigual impacto de la misma por áreas económicas,

GRÁFICO 1  
EVOLUCIÓN DE LA RATIO DEUDA PÚBLICA / PIB



Fuente: FMI.

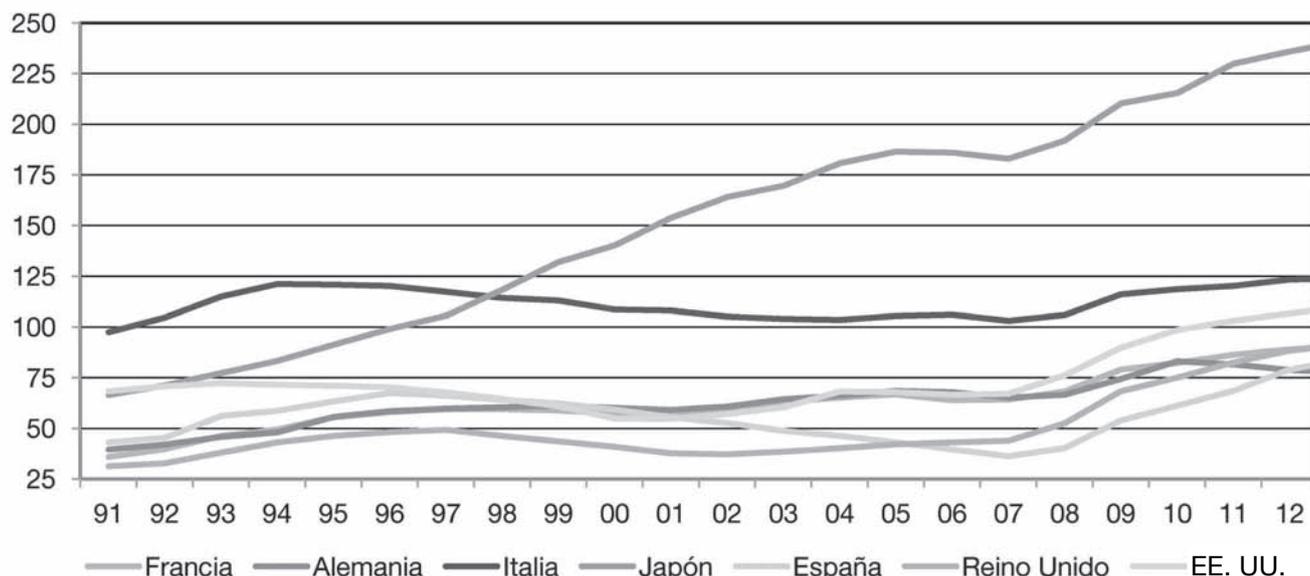
tanto en la cesión del PIB (los emergentes sufrieron menos) como en la posterior recuperación (EE. UU. ha sido la economía más rápida en situar el nivel de su PIB en las cotas previas al inicio de la crisis). A todo ello, se le suma el aumento generalizado de la deuda pública, tanto en términos absolutos como en porcentaje del PIB de los países desarrollados, condicionada por la activación de los estabilizadores automáticos, por la propia minoración del PIB y por los planes de acción acordados por los gobiernos, muchos de los cuales pasaron por recapitalizar entidades financieras (Irlanda es el ejemplo más claro, pero no único). Como se observa en el gráfico 1, la ratio deuda pública / PIB en las economías avanzadas saltó desde la zona del 75 por 100 hasta el 100 por 100 en apenas tres años, en un proceso que, aunque a menor tasa, no se ha conseguido frenar en los dos últimos años. La consecuencia más notable es que tesoros como el de EE. UU. o el de Francia han perdido recientemente la calificación crediticia AAA según S&P. El primero, en agosto de 2011, y el segundo, en febrero de 2011. España fue una de las primeras economías desarrolladas en perder el máximo *rating* (en enero de 2009), si exceptuamos a Japón, que ya en febrero de 2001 dejó atrás el AAA.

Y es que este país no solo es el que presenta una mayor ratio de deuda pública sobre su PIB, sino el mayor ritmo de deterioro, como se puede observar en

el gráfico 2. De hecho, solo EE. UU. y España igualan en déficit público a Japón, con la relevante diferencia de que este país cuenta con una más que suficiente base inversora doméstica. EE. UU., por su parte, goza de credibilidad internacional, además de, como se analiza en el apartado cuatro, del apoyo activo de su banco central. Por su parte, España no solo presenta déficit por cuenta corriente (es decir, no hay base inversora nacional suficiente), sino que ha perdido la confianza de inversores foráneos, lo que está provocando una presión al alza sin precedentes en los niveles de rentabilidad.

Y es que, como se observa en el gráfico 2, el punto de partida de la ratio deuda pública/PIB española era, al inicio de la Gran Recesión, uno de los más bajos del mundo. Pero la acumulación de varios ejercicios consecutivos de importantes déficits público (del orden del 10 por 100) ha provocado que la proporción se haya situado al nivel del resto de economías desarrolladas. Pero, si lo único que se ha hecho es igualar el nivel de endeudamiento relativo al de otros países, ¿por qué España no solo ha perdido el AAA sino que se ha ido a la zona baja del grado de inversión? Dos motivos: el primero, la incapacidad, al menos hasta el momento, de conseguir reducir los niveles de déficit público y, con estos desfases, la amenaza de que la deuda acumulada alcance niveles excesivos es

GRÁFICO 2  
EVOLUCIÓN DE LA RATIO DEUDA PÚBLICA / PIB POR PAÍSES



Fuente: FMI.

cierta (en claro contraste con Italia, que sufre elevado endeudamiento pero reducido déficit (2)); el segundo, el análisis en agregado del endeudamiento del país. Así, la deuda privada, que supera el 200 por 100 del PIB, amenaza con convertirse, al menos en una parte, en deuda pública si la economía española sufre una nueva recesión duradera.

Más allá del caso particular de España, la observación del gráfico 2 pone de manifiesto el deterioro generalizado de los niveles de endeudamiento de los países, con la única excepción de Alemania, que está consiguiendo reducir la ratio por la confluencia de tres factores (en este orden, según importancia): crecimiento de su PIB, escaso déficit público y muy reducidos tipos de interés. Es por eso que, junto con Finlandia, Holanda y Luxemburgo es el único país de la UME que conservan el AAA (ver cuadro núm. 1), lista a la que se suman otras economías desarrolladas, como Australia (deuda/PIB del 30 por 100), Suecia (37 por 100), Dinamarca (46 por 100), Noruega (48 por 100), Suiza (52 por 100) o Canadá (82 por 100). Pero no solo. También entre los países AAA se encuentran economías «emergentes», como Hong Kong o Singapur. En este punto, es relevante llamar la atención sobre el proceso de concentración que se está produciendo entre las calificaciones crediticias: los emergentes las están mejorando, mientras que los desarrollados están ya en AA+. Pero para la intención de este artículo no es tan relevante ese proceso de convergencia como si existe o no disponibilidad de activo refugio. En este sentido,

de los 47 billones de USD de deuda pública (3), apenas algo más de 5 billones pertenecen a referencias emitidas por Tesoros AAA, cuando hace cuatro años, sumaban 18 billones de USD (4). Ciertamente es que no solo hay bonos AAA emitidos por tesoros, pero en el campo de la renta fija privada sucede algo similar. Apenas unas compañías ostentan la máxima calidad crediticia (Johnson & Johnson y Microsoft), tras la pérdida por parte de sociedades emblemáticas como General Electric (en marzo de 2009). Por último, el proceso de titulización, tan prolífico de emisiones AAA entre 2003 y mediados de 2007, es ahora prácticamente inexistente, por lo que entre vencimientos y pérdidas de calidad crediticia, apenas aporta oferta adicional de instrumentos de renta fija de máxima calidad.

### III. ACTIVOS SIN RIESGO: CUESTIONANDO SU PAPEL EN LA TEORÍA FINANCIERA

Hace ya más de medio siglo que la teoría financiera formalizó la relación directa que debería existir entre riesgo y rentabilidad en las decisiones financieras, tanto de las empresas como de los inversores. Formulaciones teóricas como el *Capital Asset Pricing Model* (Sharpe, 1964), el *Arbitrage Pricing Theory* (Ross, 1976), constituyen la base de ese cuerpo conceptual, que ha venido acompañado de innumerables piezas de evidencia respecto a la existencia de una relación entre riesgo y rentabilidad esperada que tiene un signo positivo y, sobre todo, un carácter simétrico.

CUADRO NÚM. 1  
CALIFICACIÓN CREDITICIA DE LA DEUDA SOBERANA (S & P) (\*)

SSPP		PAÍSES POR CALIDAD CREDITICIA ACTUAL							
GRADO DE INVERSIÓN	AAA	Alemania	Finlandia	Holanda	Australia	Hong Kong	Singapur	R. Unido	Canadá
	AA+	EEUU	Francia	Austria					
	AA	Kuwait	Qatar	N. Zelanda	Bélgica				
	AA-	Taiwán	China	Estonia	Japón	Chequia			
	A+	Eslovenia	Chile	Israel					
	A	Corea Sur	Eslovaquia						
	A-	Polonia	Botswana	Malasia	Malta				
	BBB+	Irlanda	Italia	Sudáfrica	Tailandia	Kazajstán	España	Irlanda	
	BBB	Bulgaria	Lituania	Bahrein	México	Perú	Rusia	Chipre	Brasil
	BBB-	India	Colombia	Marruecos	Croacia	Panamá	Islandia	Uruguay	
GRADO ESPECULATIVO	BB+	Indonesia	Letonia	Rumanía	Hungría	Azerbaijón	Chipre		
	BB	Costa Rica	Guatemala	Turquía	Filipinas	Portugal			
	BB-	El Salvador	Vietnam	Paraguay	Georgia	Mongolia			
	B+	Ucrania	Bolivia	República Dominicana	Venezuela	Egipto			
	B	Argentina	Honduras	Líbano	Bosnia y Herzegovina				
	B-	Ecuador	Jamaica	Belice	Croacia				
	CCC	Grecia							
	SD								

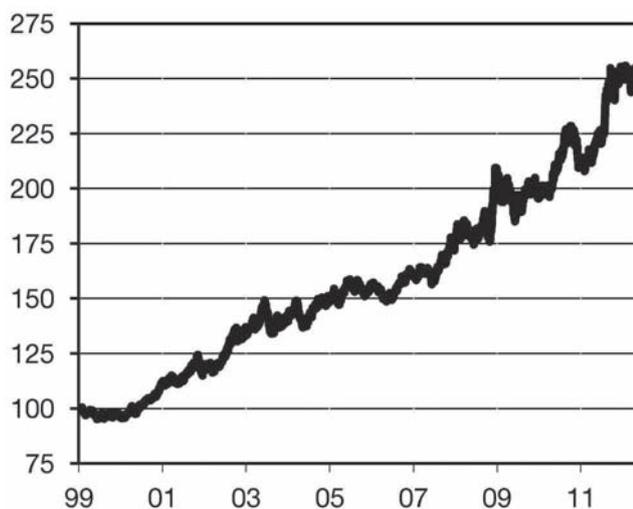
(\*) También son AAA Suiza, Dinamarca, Noruega, Suecia, Luxemburgo, Liechtenstein, Isla de Man y Guemsey.  
Fuente: Bloomberg.

Aunque existe cierto consenso en identificar el activo libre de riesgo con una emisión de un Tesoro AAA con vencimiento a 10 años, la inversión en este tipo de valores implica soportar una importante volatilidad en su el valor de mercado. Un riesgo que es mucho más relevante de lo que se considera, sobre todo si, como es habitual en un extenso grupo de agentes, el horizonte temporal de la inversión no es dilatado. Solo mediante una correcta inmunización (5), es decir, haciendo coincidir el plazo de la inversión con la duración del activo, se consigue evitar el riesgo que conlleva toda inversión. Nos referimos, obviamente, al denominado «riesgo precio», no al «riesgo de crédito». En el gráfico 3 se representa el valor de mercado de una inversión

en un T-Note a 10 años del Tesoro estadounidense a través de un índice diario calculado por Merrill Lynch. El proceso de relajación de los niveles de rentabilidad de los últimos años ha provocado que la inversión en este activo haya generado una TAE muy superior al rendimiento vía cupones (en concreto, un 7,3 por 100), un exceso de retorno que podría haber sido el contrario en caso de que los niveles de rentabilidad de la curva de tipos se hubieran elevado. La volatilidad anualizada del índice Merrill Lynch del T-Note 10 años es del 7,7 por 100, lo que indica que, con un 95 por 100 de probabilidad, se pueden sufrir pérdidas del orden de 15 por 100 en un plazo de 12 meses, o del 3,75 por 100 en un trimestre. Así pues, si el horizonte de inversión de, por

GRÁFICO 3

**EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE MERRIL LYNCH DE DEUDA DEL TESORO DE EEUU (ZONA 10-15 AÑOS) BASE 100: 1 DE ENERO DE 1999**



Fuente: Bloomberg.

ejemplo, las puntas de tesorería de una empresa es de 3 meses, no parece razonable considerar que el activo libre de riesgo sea una referencia del Tesoro a 10 años, sino más bien una Letra del mismo emisor pero con un vencimiento lo más parecido posible a esos 3 meses. Solo en este caso la inversión estaría inmunizada y el inversor no estaría asumiendo riesgos.

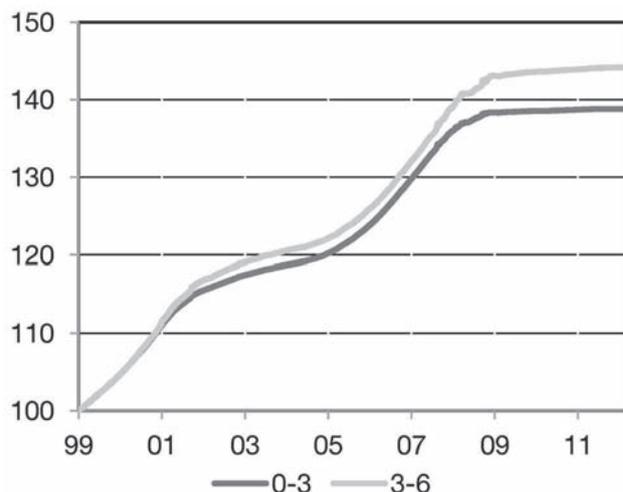
De forma similar, existen otros casos en los que se desconocen con exactitud las necesidades concretas de liquidez. Fundaciones, grandes patrimonios, etcétera, no saben a priori el horizonte de su inversión, lo que en la práctica implica asumir riesgo de mercado: no pueden invertir en un activo con vencimiento a 10 años si existe incertidumbre sobre la necesidad de venderlo en un plazo inferior. Pero se pueden citar otros agentes para los que, aún realizando una inversión con vocación a medio o largo plazo, la valoración a precios de mercado de la cartera (*mark to market*) implica asumir, de facto, un riesgo de mercado con importantes implicaciones en los niveles de rentabilidad y de solvencia (entidades financieras, compañías de seguros, fondos de pensiones, etc.). En todos estos casos, es erróneo considerar que una inversión en un activo financiero con vencimiento a 10 años, aún siendo AAA, es equivalente a la «ausencia de riesgo».

En este sentido, solo se puede considerar activo libre de riesgo la inversión en una Letra del Tesoro, tal y como se puede observar en el gráfico 4. El índice representativo de esta inversión prácticamente no experimenta ningún día pérdidas y, desde luego, en ningún caso en horizontes de inversión superiores a los

tres días. Cuestión distinta es el ritmo de revalorización (la pendiente de la curva) que está en función de los tipos de interés, condicionados a su vez por la política monetaria del banco central (en este caso, de la Reserva Federal). En el contexto actual, con tipos de interés en niveles muy reducidos, la rentabilidad que se obtiene con este tipo de activos es prácticamente nula.

GRÁFICO 4

**EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE MERRIL LYNCH DE LETRAS DEL TESORO DE EEUU**

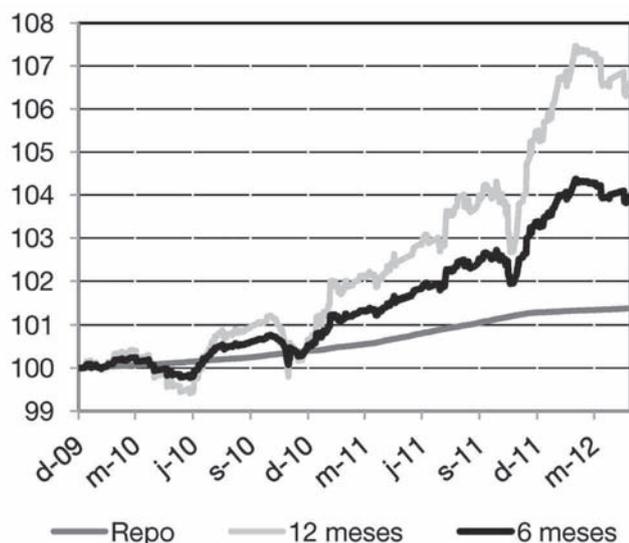


Fuente: Bloomberg.

Pero es que aún invirtiendo en una Letra emitida por un tesoro que no goce de la máxima calificación crediticia o, incluso, por uno que la haya perdido, observamos un comportamiento relativamente estable del valor de mercado del título de renta fija. Lo que ha sucedido con las Letras españolas desde el inicio de 2010, es decir, cuando se hizo público el nivel de deuda pública de Grecia y comenzó un proceso de pérdida de calidad crediticia por parte del Reino de España, es bien representativo. En el gráfico 5 se representa, a través de los índices Afi de renta fija, el valor de mercado de una inversión en una Letra del Tesoro a 12 y a 6 meses, así como de una estrategia consistente en invertir todos los días en un repo a un día sobre un valor del Tesoro. Se constata que en períodos muy cortos de tiempo (entre uno y tres meses) se sufrió una minusvalía del orden del 1 por 100 en una inversión en Letras que, no obstante, se recuperó en un plazo relativamente rápido (6). Esas pérdidas se debieron al proceso de tensionamiento sin precedentes de los niveles de rentabilidad de la curva española (aumento del orden de 300/400 pb), que posteriormente se relajó y, con ello, las cotizaciones se recuperaron.

GRÁFICO 5

## EVOLUCIÓN DE LOS ÍNDICES Afi DE RENTA FIJA ESPAÑA. TRAMO MONETARIO



Fuente: Afi.

En conclusión, se pone de manifiesto que un instrumento de renta fija emitido por un tesoro AAA puede que no tenga riesgo de crédito, pero soporta riesgo de mercado. Un riesgo muy relevante, no solo por su magnitud (7), sino porque es poco común que el horizonte de inversión sea tan amplio como la duración del instrumento o porque, aún siéndolo, la necesidad de contar con una valoración actualizada a mercado de la inversión implica asumir las consecuencias de la volatilidad del precio del activo. En este punto, el auténtico activo libre de riesgo, tanto de crédito como de mercado, es una referencia de renta fija con un vencimiento a corto plazo, como puede ser una Letra. Es más, en este caso, aunque el instrumento no goce de la máxima calidad crediticia, muestra una estabilidad del precio muy superior a la de un bono AAA con un vencimiento a 10 años. El proceso de stress sufrido por las Letras españolas desde la primavera de 2010 es muy ilustrativo al respecto: la volatilidad anualizada del índice Afi ha sido de apenas un 1,68 por 100, frente al 7,7 por 100 que históricamente presenta, como antes hemos señalado, el índice ML de Deuda del Tesoro de EE. UU. a 10 años.

#### IV. ACTIVOS SIN RIESGO «SINTÉTICOS»

En este punto, sucede que las previsiones sobre los excedentes de tesorería están sujetas a incertidumbre. Pero es que, aunque pueda existir elevada certeza sobre su magnitud, puede que las «puntas» no sean constantes en magnitud en el tiempo (*roller coaster*).

Por último, una exigencia adicional del inversor suele ser la máxima liquidez del activo. Por ello, debemos considerar una nueva característica exigible para que un activo pueda considerarse como libre de riesgo, la liquidez. A pesar de que una inversión en una Letra de un tesoro, por ejemplo, a seis meses, no implica asumir riesgos, ni de crédito ni de mercado, posiblemente sí implica asumir riesgo de liquidez. Por ello, afinando aún más el concepto de activo libre de riesgo para una amplia lista de inversores, llegamos a la conclusión de que un vehículo de inversión como los fondos monetarios puede ser considerado activos sin riesgo.

Nacidos en 1971 como una alternativa a los depósitos bancarios, que en ese momento presentaban limitaciones en el tipo de interés de remuneración, el mercado de fondos monetarios estadounidense (*money market funds*) suma 2,6 billones de USD, mientras que el europeo acumula un billón de EUR y 0,3 billones el del resto de países. En consecuencia, la evolución de su patrimonio, rentabilidades y regulación tienen implicaciones sobre los mercados financieros internacionales, como se puso de manifiesto, con especial intensidad, en septiembre de 2008, justo en los días posteriores a la quiebra de Lehman Brothers. La definición de fondo monetario en EE. UU. está recogida en la Regla 2a-7 de la Ley de Sociedades de Inversión (*Investment Company Act*) de 1940 y fue adoptada por la *Securities and Exchange Commission* (SEC) en 1983. Esta Regla detalla con exactitud los límites de exposición al riesgo de crédito, de mercado y operacional que puede asumir el fondo, limitándolos con la intención de garantizar que esta tipología de fondos se configure como la más segura, y pueda considerarse por parte del inversor como un activo libre de riesgo (de crédito, de mercado y de liquidez). Para reforzar esta sensación, es habitual que el partícipe pueda emitir cheques contra sus cuentas en los fondos monetarios sin tener que vender las participaciones. Esta elevada liquidez de los fondos es posible por la existencia de los denominados sponsors, entidades financieras que ofrecen liquidez (y, en algunas ocasiones, pueden llegar a absorber pérdidas). Además, para garantizar la seguridad de la cartera, la Regla 2a-7 impone restricciones sobre la calidad crediticia (no más de un 5 por 100 en emisiones con *rating* por debajo de A2/P2, pero no restringe la inversión a activos AAA), la diversificación de los títulos en los que se puede invertir (como máximo un 5 por 100 en un solo emisor, salvo que sea un Gobierno o una Agencia, por ejemplo) y el vencimiento (inferior a 13 meses). Hasta la crisis financiera 2007-2009, la duración media de la cartera no podía exceder 90 días, un límite que se redujo hasta los 60 días tras los cambios normativos de septiembre de 2009.

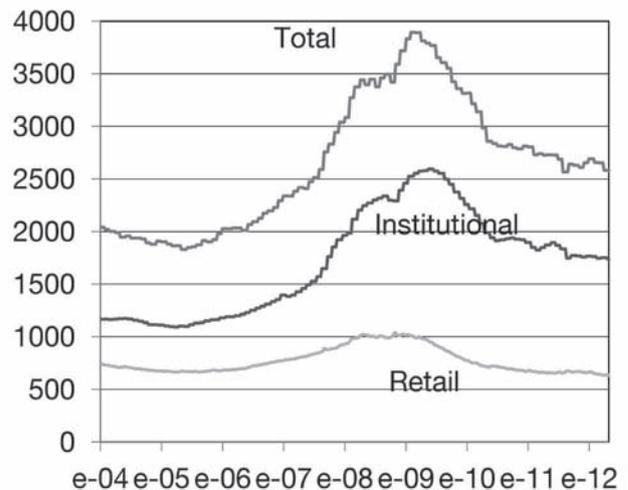
Para reforzar esa sensación de seguridad, el NAV (*Net Asset Value*) o valor liquidativo del fondo permanece estable en un dólar, sin menoscabo de que el

*sponsor* calcule a diario ese NAV según los precios de mercado de los activos, en lo que se denomina *shadow price*. Si este se sitúa por debajo de 1 USD, el *sponsor* debe tomar medidas para recuperar el valor (por ejemplo, comprar a valor nominal la emisión cuyo precio ha caído). Ahora bien, no es una obligación legal, y aunque a lo largo de los años se ha tratado de mantener (hasta 145 fondos habían recibido apoyo de los *sponsor* hasta julio de 2007 y, desde entonces, un tercio de entre los cien más importantes), en situaciones extremas de los mercados financieros se puede producir lo que se conoce como *break the buck* (literalmente, «perder el dólar»). Solo ha sucedido dos veces: en 1994 (The Community Bankers US Government Fund pagó a los inversores 96 centavos por acción) y en septiembre de 2008. La quiebra de Lehman Brothers el 15 de septiembre y, con ello, del valor de mercado de todos sus instrumentos de renta fija, provocó que el fondo monetario *Reserve Primary Fund* se situara por debajo de la par. Aunque la exposición a Lehman era de solo el 1,2 por 100, fue suficiente como para que el NAV cayera a 97 centavos, generando un pánico entre los inversores, no solo los particulares, sino sobre todo los institucionales. En el caso concreto de *Reserve*, de 65.000 millones de USD bajo gestión, el 15 de septiembre de 2008 recibió órdenes de venta por importe de 25.000 millones, y en apenas 4 sesiones más, otros 35.000 millones. Es decir, el 19 de septiembre se había solicitado el reembolso 60.000 de los 65.000 millones de USD de patrimonio. El efecto contagio fue inmediato. En un mercado totalmente roto por la quiebra de Lehman, la presión vendedora de los gestores de los fondos para hacer frente a las peticiones de reembolsos no hizo sino sesgar más a la baja los precios de los activos con riesgo, aumentar los correspondientes a los activos emitidos por el Tesoro, e intensificar las turbulencias.

El impacto que los reembolsos masivos en los fondos monetarios estaban teniendo sobre los mercados financieros llevó a las autoridades a reaccionar apenas cinco sesiones después de la quiebra de Lehman, con la intención de conseguir dos efectos. El primero, frenar en la medida de lo posible los reembolsos y el segundo, tratar de minimizar el impacto de estos sobre los mercados financieros. El 19 de septiembre 2008, el presidente de EE. UU. anunció un programa de medidas entre las que destacaba la garantía, por parte del Tesoro, del NAV de todos los fondos monetarios («*for every dollar invested in an insured fund, you will be able to take a dollar out*») hasta septiembre de 2009. Para el establecimiento de la garantía se recurrió al *Exchange Stabilization Fund* (ESF), del que se destinaron 50.000 millones de USD. El plan surtió efecto (el 98 por 100 de los fondos se acogieron a la garantía), de tal forma que el 25 de septiembre de 2008 se frenaron los reembolsos. Es más, a partir de ahí comenzó un importante aumento de los activos bajo gestión en fondos monetarios que, una vez garantizados por el Tesoro, volvieron a

caracterizarse como el principal «activo refugio» de los inversores convirtiéndose en receptor de los capitales que optaban por salirse del mercado bursátil (a mediados de octubre ya habían recuperado todo el patrimonio perdido en la crisis). Solo una vez iniciado 2009, la caída de las rentabilidades de los activos monetarios en EE. UU. y la recuperación de cierto apetito por el riesgo, provocaron una caída del patrimonio bajo gestión en los fondos monetarios (gráfico 6).

GRÁFICO 6  
EVOLUCIÓN DEL PATRIMONIO BAJO GESTIÓN  
DE LOS FONDOS MONETARIOS EN EEUU  
(En miles de millones de USD)



Fuente: Factset.

Pero las medidas no solo buscaban poner freno a los reembolsos, sino también que los que se produjeran no tuvieran excesivo impacto sobre los mercados financieros. Así, y ya en este caso la Reserva Federal, el 19 de septiembre de 2008 anunció la creación del ABCP *Money Market Mutual Fund Liquidity Facility* (AMLF), que básicamente suponía establecer una línea de liquidez a las entidades financieras estadounidenses para comprar papel comercial (ABCP) a los fondos monetarios, para que estos pudieran atender los reembolsos sin necesidad de vender los activos directamente al mercado. Otra de las medidas adoptadas por la Fed fue la creación, el 7 de octubre de 2008, de la *Federal Reserve Commercial Paper Funding Facility* (CPFF). Si bien esta medida se diseñó pensando en las empresas (revitalizar el mercado de *commercial paper*), toda vez que este mercado es uno de los más importantes para los fondos monetarios, también implicaba una ayuda indirecta a éstos. La CPFF suponía una fuente de liquidez para los emisores privados de papel a corto plazo mediante la creación de una compañía de inversión (*limited liability company* o LLC) gestionada por la Reserva Federal de

Nueva York. Esta LLC compraba pagarés a 3 meses y ABCP en el mercado primario, por los que obtenía una rentabilidad, además de las comisiones que tenían que pagar los emisores, mientras que la financiación la conseguía directamente del banco central. Es obvio que estas dos medidas sirvieran para restablecer el correcto funcionamiento de los fondos monetarios y, con ello, del mercado de financiación e inversión a corto plazo en EE. UU. El hecho de que en febrero de 2010 dejaran de estar operativas estas operativas constata que el funcionamiento del mercado de financiación a corto plazo ha vuelto a ser «normal». Se debe valorar, por lo tanto, positivamente la actuación de las autoridades.

De cara a evitar problemas similares en el futuro, y conscientes de la importancia sistémica de los fondos de inversión monetarios (considerado como un auténtico activo refugio) las autoridades, tanto estadounidenses como del resto del mundo, han impuesto nuevas restricciones a los fondos monetarios. Es necesaria la existencia de reglas comunes y una definición más «robusta» y aceptada internacionalmente que acote al máximo su riesgo de mercado, de liquidez y de crédito con el objetivo de configurar un producto absolutamente seguro, a prueba de cualquier crisis financiera y económica. El BCE define los fondos monetarios en el Reglamento nº 2423/2001 de 22 de noviembre de 2001 como IIC cuyas participaciones son, en términos de liquidez, sustitutos próximos de los depósitos e invierten principalmente (más del 85 por 100 de la cartera) en instrumentos del mercado monetario, en otros instrumentos de renta fija transferibles con vencimiento residual igual o inferior a un año, en depósitos bancarios y en instrumentos que persiguen un rendimiento cercano a los tipos de interés de los instrumentos del mercado monetario. En España, la CNMV, desarrolló la Circular 1/2009, de 4 de febrero, en la que expone las nuevas categorías legales de fondos de inversión y en la que redefine la vocación inversora, pero no solo de los fondos monetarios, sino del resto, en un proceso de simplificación al reducirse las categorías. Con la entrada en vigor de esta normativa, los fondos monetarios han salido reforzados de forma que, ante nuevas situaciones de estrés y fuerte aversión al riesgo, puedan actuar eficazmente como «activos refugio». Esto es posible gracias a la acotación de la estructura de la cartera que ha impuesto la CNMV: restringe la política de inversión de los fondos monetarios a activos de renta fija de muy bajo riesgo (calidad crediticia a corto plazo mínima de A2 por S&P o equivalente, salvo que sea deuda soberana, a la que se permite un rating BBB-) y de vencimiento a muy corto plazo (duración media de la cartera no superior a 6 meses, mínimo del 90 por 100 en activos con vencimiento residual inferior a 2 años y ausencia de activos con vencimiento residual superior a 5 años). Además, estos fondos no pueden tener exposición a renta variable, riesgo divisa o deuda subordinada. Estas características garantizan una disminución adicional del

riesgo de estos productos y le proporcionan un renovado atractivo para aquellos inversores que puedan estar resentidos por la evolución pasada. Es importante señalar, además, que se limita la denominación de «monetario» o similares en exclusiva a las IIC que cumplan con las características de esta vocación. Una paso adicional en la creación de instituciones de inversión colectiva «sin riesgo» lo constituye la Circular 3/2011 de la CNMV, que modifica parcialmente la Circular 1/2009 comentada y que supone la creación de nueva categoría de IIC: «Monetario a corto plazo». De esta forma, la CNMV adopta los trabajos desarrollados por el CESR (ahora, ESMA) en relación a la protección del inversor, creando una categoría de fondo monetario más restrictiva y armonizada a nivel europeo. La definición de los fondos «Monetarios a corto plazo» es la siguiente: «Ausencia de exposición total a renta variable, riesgo divisa y materias primas. Tener como objetivo mantener el principal y obtener una rentabilidad acorde con los tipos del mercado monetario... Debe aceptar suscripciones y reembolsos de participaciones diariamente. Duración media de la cartera igual o inferior a 60 días. Vencimiento medio de la cartera igual o inferior a 120 días. Vencimiento legal residual de los activos igual o inferior a 397 días. Elevada calidad a juicio de la gestora teniendo en cuenta, al menos: calidad crediticia del activo (si la tuviera), tipo de activo, riesgo de contraparte y operacional en los instrumentos financieros estructurados y perfil de liquidez de los activos. A efectos de la calidad crediticia del activo: ausencia de exposición a activos con calificación crediticia a corto plazo inferior a A2 o si no tiene calificación crediticia específica por ninguna agencia reconocida, calidad equivalente a juicio de la gestora... Esta categoría, que coexiste con la de «Monetarios», tiene como diferencia las mayores restricciones en términos de duración de la cartera, así como de calidad crediticia mínima de los mismos, tal y como se recoge en el cuadro núm. 2.

CUADRO NÚM. 2  
COMPARACIÓN DE LAS CATEGORÍAS CNMV  
«MONETARIO CORTO PLAZO»  
Y «MONETARIO»

	MONETARIO CP	MONETARIO
Duración de la cartera	= < 60 días	= < 6 meses
Vencimiento medio cartera	= < 120 días	= < 12 meses
Vencimiento legal residual de activos	= < 397 días	= < 2 años
Rating mínimo	A2 (S&P)	BBB- (S&P)

Fuente: Elaboración propia.

Un último comentario sobre los activos sin riesgo sintéticos. Nos referimos al establecimiento de coberturas naturales a ciertas posiciones inversoras. Pensemos en una compañía multinacional que realiza una inversión en otro país cuya moneda de curso legal es distinta a la suya. Asume, entre otros, un riesgo de tipo de cambio. ¿Cómo puede cubrirlo? Existen diversos métodos que, si son eficaces, implicarían contar con una inversión «libre de riesgo». Como ejemplos, se puede citar el endeudamiento en la misma moneda en la que está denominada la inversión. ¿Y cómo puede conseguir eliminar el riesgo país? Por ejemplo, mediante la compra de derivados de crédito, en concreto, de CDS. De forma similar, se podría argumentar que la compra de un bono de un Tesoro, por ejemplo A, más la de su derivado de crédito, implica contar con un activo libre de riesgo. Para que cumpliera todos los condicionantes de esta definición, se debería contratar también un *swap* que, en la práctica, redujera la duración del instrumento de renta fija a la de la rama variable de la permuta financiera. Es decir, se pueden minimizar los riesgos de crédito y de mercado de cualquier instrumento de renta fija mediante la utilización de derivados. Sin que la extensión de este artículo permita profundizar en estas técnicas de cobertura natural, sí queremos dejar constancia de que, en ocasiones, el activo libre de riesgo no existe, sino que se crea mediante la correcta combinación de activos, de pasivos y/o de derivados.

## V. ACTIVO SIN RIESGO: INTERRELACIÓN CON EL SISTEMA BANCARIO

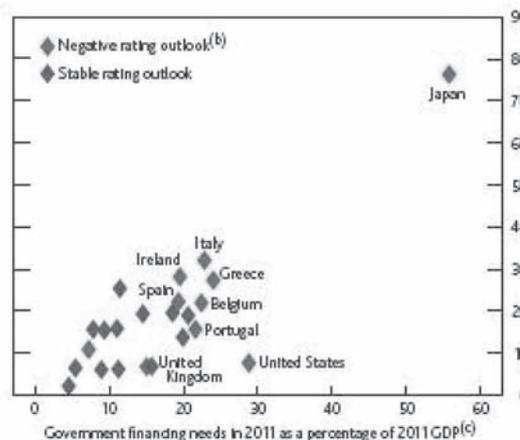
El generalizado deterioro en la percepción de solvencia de la deuda pública va a suponer la ruptura de un paradigma de la economía financiera, como es la existencia de un «activo sin riesgo». La constatación de que la deuda pública pasa a ser un activo de riesgo va a tener importantes implicaciones sobre los tenedores de esa deuda pública, que pasan a estar sometidos a «riesgo de precio», en la medida en que puede sufrir el valor de mercado de sus tenencias de deuda, al incrementarse las primas de riesgo que el mercado imputa a la misma.

En la medida en que los bancos sean tenedores significativos de la deuda pública de sus respectivos países, estaríamos entrando en un peligroso círculo vicioso: el deterioro de la deuda pública, en gran parte motivado por la crisis bancaria inicial, se vuelve ahora en contra de los bancos, principales detentadores de dicha deuda pública.

En efecto, como ilustra el gráfico 7 para una amplia muestra de países, se produce una relación directa y muy intensa entre las necesidades de financiación pública y el peso de la financiación bancaria destinada

al sector público, lo cual no debe sorprender, habida cuenta del importante peso que los bancos tienen en la financiación de la economía, y por tanto también de la parte de la misma referida al sector público.

GRÁFICO 7  
NECESIDADES FINANCIERAS PÚBLICAS Y FINANCIACIÓN DE LAS MISMAS POR PARTE DE LAS ENTIDADES BANCARIAS (En porcentaje del PIB, 2010)



Fuente: Bank of England, *Financial Stability Report*, junio 2011.

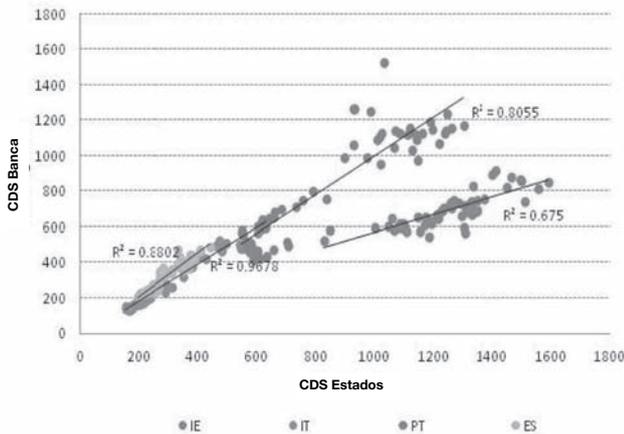
De hecho, como puede comprobarse en el gráfico mencionado, Estados Unidos es sin duda el país que más se aleja de la línea de regresión que vincula necesidades financieras públicas con financiación bancaria de las mismas. Ese caso peculiar de Estados Unidos tiene que ver, sin duda, con la caracterización de su sistema financiero, mucho más «orientado a mercados» en detrimento de a la financiación bancaria.

Al margen del mencionado caso de Estados Unidos, en la mayoría de los restantes países se pone de manifiesto, por tanto, una creciente simbiosis entre riesgos bancarios y riesgos soberanos, de tal manera que unos y otros van a guardar una elevada correlación. A modo de ejemplo, valga señalar que la correlación entre los CDS bancarios y soberanos es extraordinariamente elevada (ver gráfico 8) poniendo claramente de manifiesto cómo ambos riesgos van indisolublemente unidos. Y la solución al círculo vicioso que de ello se alimenta necesita soluciones conjuntas: por un lado, a la sostenibilidad de la deuda pública, y por otro a la credibilidad de los sistemas bancarios.

Como ilustra el gráfico 8, la correlación entre riesgos bancarios y soberanos es especialmente intensa en el caso de los países periféricos europeos, entre ellos el nuestro, y es el reflejo de las inconsistencias y asime-

trías en el proceso de integración europeo. La que aquí nos interesa recalcar es la existente en cuanto a la gestión de la liquidez y la solvencia en las entidades financieras. Mientras que la primera descansa en un suministrador paneuropeo, como es el BCE, la solvencia de las entidades financieras, y la estabilidad de los depósitos bancarios, es una responsabilidad que queda en el ámbito de cada país. En esta dicotomía va a jugar un papel clave, y potencialmente muy desestabilizador, la pérdida del carácter «sin riesgo» de la deuda pública de numerosos países, entre ellos, España.

GRÁFICO 8  
CORRELACIÓN CDS BANCA Y CDS ESTADOS



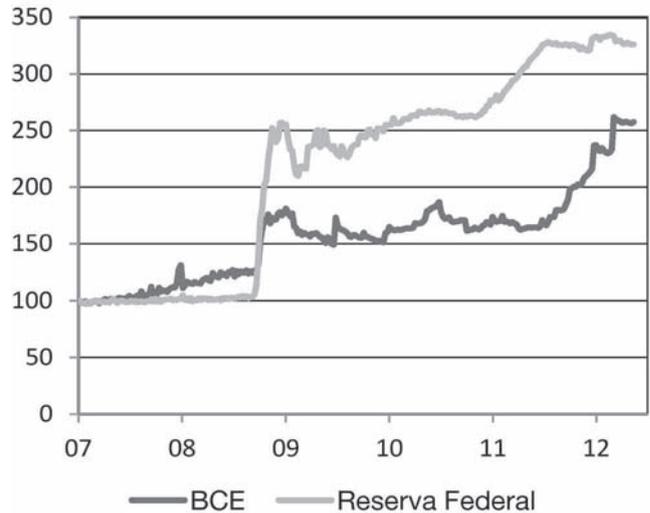
Fuentes: Bruegel, Datastream, Macrobond.

Para explicar esa dicotomía, nada mejor que analizar el comportamiento diferencial entre el área euro y Estados Unidos, dos áreas económicas muy similares en cuanto a dimensión económica y financiera, pero con un muy diferente grado de integración. Estados Unidos tiene una total integración, tanto monetaria como fiscal y bancaria, mientras en Europa la integración monetaria convive con una gestión descentralizada tanto en el ámbito fiscal como de solvencia bancaria, así de protección de los depósitos.

El gráfico 9 recoge la evolución, desde antes incluso del inicio de la crisis, del balance agregado de los bancos centrales de ambas áreas económicas. De dicho gráfico cabe concluir que, con diferentes ritmos, ambos bancos centrales han realizado un esfuerzo muy similar, medido en términos de expansión de su base monetaria: la FED ha multiplicado su balance por 3,3 mientras el BCE lo ha hecho por 2,9, si bien este último lo hizo con mucho más retraso que la FED. Concretamente, el banco central de EE. UU. realizó su mayor esfuerzo de expansión monetaria en 2008, con un agresivo programa de «*quantitative easing*» (QE), mientras que el BCE, que fue más cauteloso durante mucho tiempo, ha lleva-

do a cabo un intenso proceso de expansión monetaria con la puesta en marcha de los dos programas conocidos como LTRO (Long Term Refinance Operations), por un importe total de 1 billón de euros, entre diciembre de 2011 y febrero de 2012 (8).

GRÁFICO 9  
ÁREA EURO VS. EEUU.  
EVOLUCIÓN DEL BALANCE MONETARIO AGREGADO DEL BANCO CENTRAL  
(Base 100: enero de 2007)



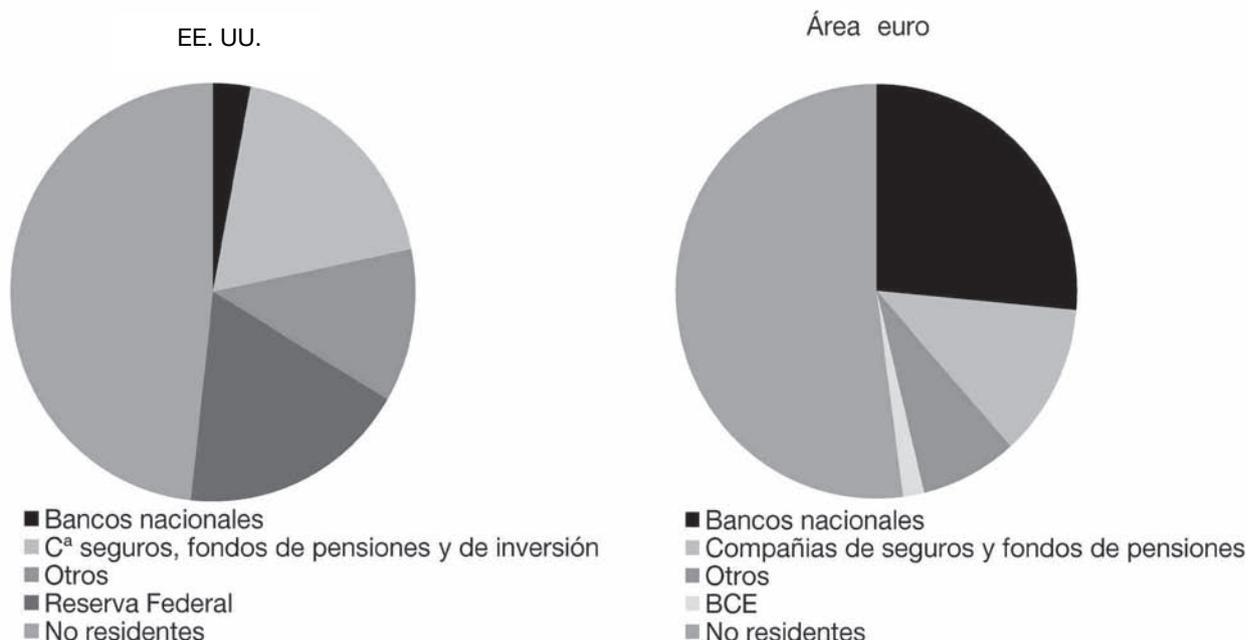
Fuente: Bloomberg.

Del gráfico anterior podríamos concluir que la inyección de liquidez ha sido muy similar en Estados Unidos y en el Área euro en términos relativos, y de hecho, también en absolutos, si tenemos en cuenta que ambas áreas económicas son muy similares, tanto en magnitud del PIB, como de sus mercados financieros, e incluso de deuda pública viva (9,3 billones de USD en Estados Unidos, frente a 10,5 billones en el Área euro). Ahora bien, existen importantes diferencias en cuanto a la tenencia de dicha deuda pública, y muy especialmente en cuanto al papel que en uno y otro caso juega el sistema bancario.

Así, en Estados Unidos la tenencia de deuda pública por los bancos comerciales es virtualmente nula, con apenas el 3 por 100 del saldo vivo, mientras que la Reserva Federal se erige en un muy importante tenedor de deuda pública, con más del 18 por 100 del saldo vivo total. El BCE apenas alcanza a poseer el 2 por 100 de la deuda pública viva, mientras que los bancos comerciales se erigen en los principales detentadores domésticos de la deuda pública, con un 26,5 por 100 del total. Y estas son posiciones a junio de 2011, es decir antes de la dos mencionadas operaciones LTRO

GRÁFICO 10

**ESTRUCTURA DE TENENCIAS DE DEUDA SOBERANA**  
(Porcentaje sobre el total, junio de 2011)



Fuentes: Afi, FMI (2012), Datastream.

a 3 años, que con total probabilidad habrán incrementado sensiblemente las tenencias de deuda pública por parte de los bancos, en la medida en que la inyección de liquidez por el BCE a los bancos descansa, mayoritariamente, en la tenencia por estos de deuda pública para descontar ante el BCE. Ese papel intermedio que los bancos juegan, en el caso europeo, entre la aportación de liquidez por el BCE y la financiación de sector público, contrasta radicalmente con el caso de Estados Unidos, donde el banco central adquiere directamente deuda pública de forma masiva (QE), evitando así la «contaminación» entre riesgos bancarios y soberanos.

Esa «contaminación» resulta tanto más preocupante en el caso europeo, si se tiene en cuenta un sesgo adicional en el comportamiento inversor de los bancos, y es el denominado «*home bias*», o tendencia a sobre invertir en su mercado de origen, como se pone de manifiesto en el gráfico 11. En él se indica, para el agregado de los sistemas bancarios de varios países europeos, el sesgo doméstico en sus tenencias de deuda pública, definido como el porcentaje de dicha deuda que corresponde al país local.

Si los bancos gestionasen sus carteras de deuda de acuerdo con los postulados de la teoría de carteras eficientes, sin duda llevarían a cabo una importante diversificación entre diferentes emisores soberanos, máxime

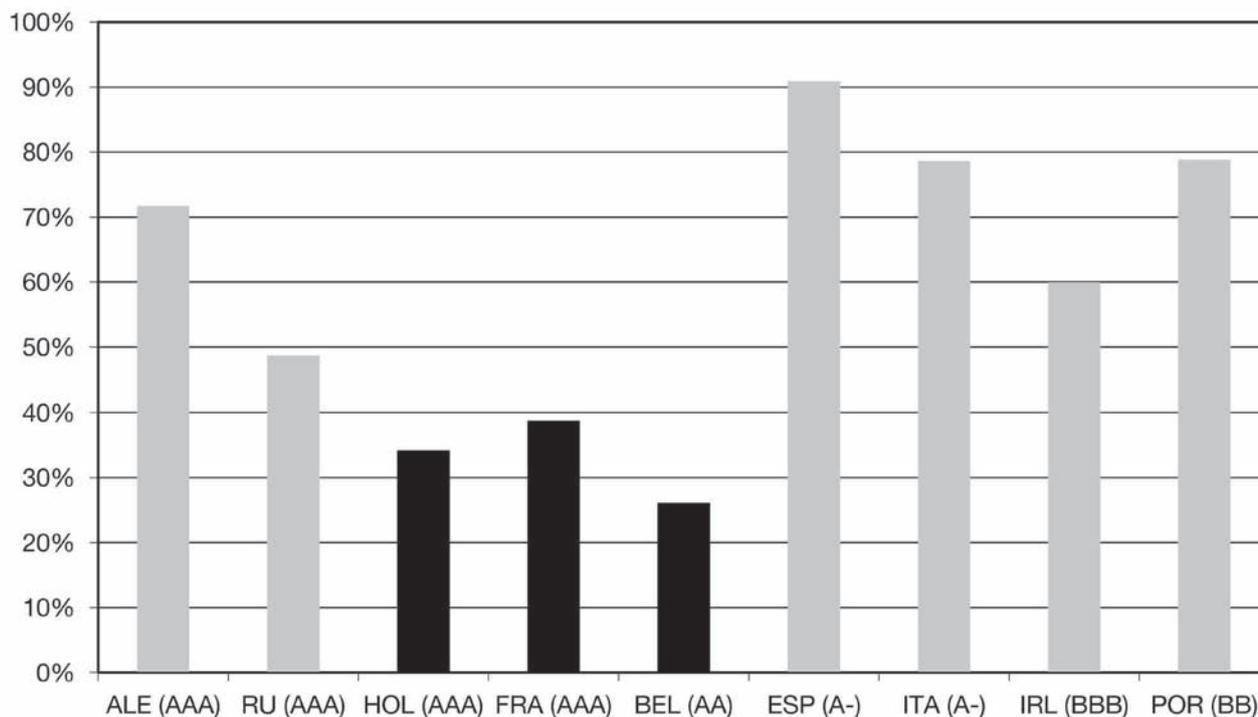
cuando todos ellos son elegibles para ser descontados en las subastas convocadas por el BCE (9). Una estrategia de diversificación de carteras entre países emisores está plenamente justificada, por otra parte, dada la dispersión existente entre niveles de riesgo (medido por el *rating*) de unos y otros países, y las correspondientes rentabilidades esperadas en cada caso.

En el marco de dichas estrategias de diversificación, bancos con mayor aversión al riesgo sesgarían sus carteras hacia deuda pública de países con menor nivel de riesgo (mejor *rating*), y lo contrario harían bancos con mayor aversión al riesgo; pero siempre con una razonable diversificación entre países objeto de inversión, desde la premisa básica de que ello mejora la relación entre rentabilidad y riesgo.

Y sin embargo, esa diversificación entre países apenas tiene lugar; antes bien los bancos de los diferentes países muestran un elevado sesgo doméstico en sus carteras de deuda pública, siendo España e Italia los países en los que con mayor intensidad se produce dicho sesgo.

En nuestra opinión, identificaríamos al menos tres razones para explicar ese sesgo doméstico, y en general ruptura de los principios básicos de diversificación eficiente de carteras por parte de los bancos. En primer

GRÁFICO 11

**SISTEMAS BANCARIOS EUROPEOS: SESGO DOMÉSTICO EN SUS TENENCIAS DE DEUDA PÚBLICA**

Fuentes: Afi, BCE, EBF.

lugar, un más que probable comportamiento gregario («*herding behaviour*») por parte de los bancos de cada país. Ese comportamiento, suficientemente documentado en la práctica habitual de los gestores de fondos de inversión, puede verse acentuado, en el caso de los bancos, en momentos de elevada incertidumbre, y de riesgos asimétricos, como los que sin duda estamos viviendo.

Piénsese, a modo de ejemplo, en un banco español que, en aras de una diversificación eficiente, sustituyese la compra de 100 unidades monetarias (um) de deuda pública española por una cartera integrada por 50 um de deuda alemana y 50 um de deuda portuguesa, con una rentabilidad media claramente superior a la cartera de 100 um en deuda española. El problema de dicha estrategia es que si resulta fallida (por ejemplo por impago de la deuda portuguesa), la «señalización» adversa sobre la gestión del banco es mucho más elevada que si sale mal una inversión exclusivamente en deuda española, estrategia compartida por la mayoría de bancos españoles.

Una segunda razón explicativa del sesgo doméstico puede estar relacionada con «sugerencias» o «presiones», explícitas o implícitas, por parte de las autoridades económicas, cuya «ascendente» sobre los bancos

es extraordinariamente elevado en momentos de crisis bancaria como la actual.

Finalmente, una última razón tendría que ver con el carácter relativo de los activos sin riesgo. En esencia, ese sesgo doméstico estaría incorporando un cierto componente de cobertura natural de los efectos adversos que para el negocio bancario minorista estaría tendiendo la pérdida del carácter «sin riesgo» de la deuda pública del propio país. Es a este aspecto al que dedicamos la siguiente sección del artículo.

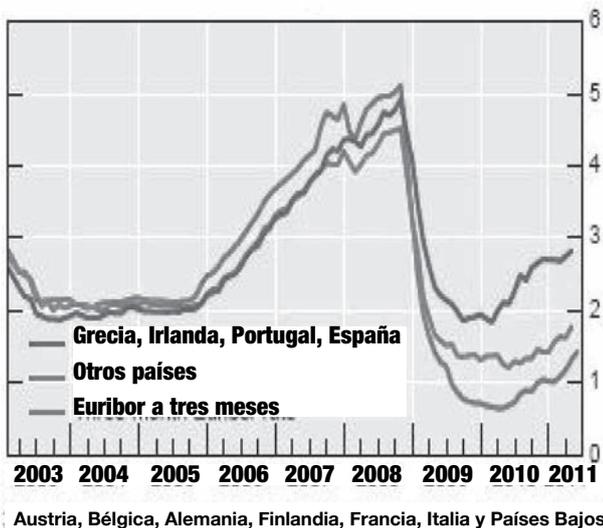
#### **VI. DEUDA PÚBLICA «CON RIESGO»: IMPLICACIONES PARA EL NEGOCIO MINORISTA Y PARA LA VALORACIÓN BURSÁTIL DE LOS BANCOS**

La mencionada ruptura de un paradigma clásico en economía financiera, cual es el de la existencia de un activo sin riesgo (la deuda pública), va a tener también importantes implicaciones sobre el modelo de intermediación financiera tradicional, especialmente por la presión que va a incorporar sobre el coste de los depósitos que se mantienen en el balance de las entidades.

El gráfico 12 adjunto es suficientemente representativo de esa contaminación. El mismo refleja el coste de

los depósitos a plazo en los países del área euro, clasificados en dos grupos: por un lado los denominados «periféricos», en los que se incluye a Grecia, Irlanda, Portugal y España, y por otro el resto.

GRÁFICO 12  
**COSTE DE LOS DEPÓSITOS A PLAZO**  
**TERM DEPOSITS**



Fuentes: BCE, *Financial Stability Review*, diciembre 2011.

Dos mensajes emergen claramente de dicho gráfico. En primer lugar, puede comprobarse cómo se ha incrementado significativamente durante los dos últimos años la diferencia de coste entre los dos grupos de países, llevando a situarse en prácticamente un punto porcentual a mediados de 2011. Ello no hace sino recoger el efecto del deterioro que se ha producido en la deuda pública del primer grupo de países, la cual se traslada ineludiblemente al coste de sus depósitos bancarios, en la medida en que los depositantes cuentan con una oportunidad de colocación en su deuda pública en niveles más elevados, lo que sin duda presiona al alza sobre sus exigencias de retribución en los depósitos.

Baste señalar, a modo de ejemplo, el caso español en la actualidad. Las Letras del Tesoro a un año han generado durante buena parte de 2011 una rentabilidad entre el 3 por 100 y el 5 por 100 para los suscriptores que acuden a la subasta mensual de dichos títulos, que gozan de la máxima garantía de recuperación, al menos frente a cualquier otro instrumento financiero en la jurisdicción española. En tal caso, parece razonable pensar que dicha rentabilidad actúe como un «suelo» en el coste de los depósitos a plazo (el menos en los de un plazo similar) para el sistema bancario español.

Esa argumentación nos lleva a resaltar la otra conclusión que emerge del gráfico 12, y es que en todos los países el coste de los depósitos es sustancialmente mayor que el Euribor, siendo la diferencia mucho más acusada en el caso de los países denominados periféricos, en los que el coste de los depósitos a plazo puede superar en casi 1,5 por 100 a dicha referencia de mercado.

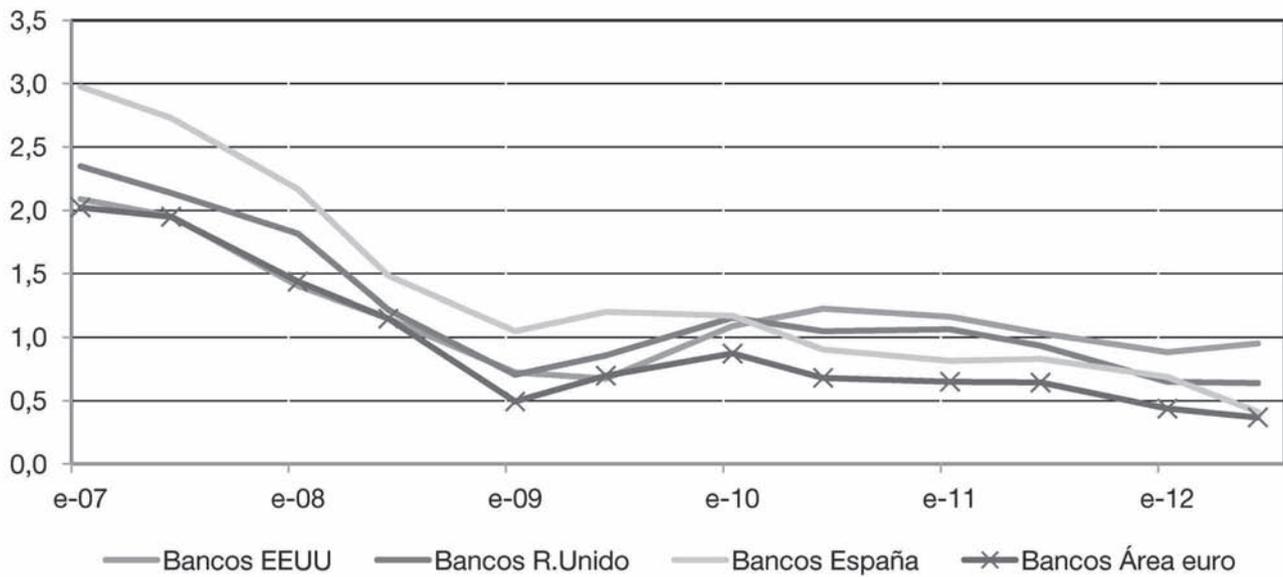
Las implicaciones de ese encarecimiento estructural del pasivo son extraordinariamente adversas para el núcleo básico del negocio bancario minorista, cual es el margen de intermediación con clientes, medido como la diferencia entre los ingresos financieros percibidos de la actividad crediticia y el coste de los pasivos con que la misma se financia. En muchos países, y especialmente en el caso español, el grueso de la actividad crediticia se materializa en préstamos hipotecarios, con plazos muy elevados hasta su amortización, y con un tipo de interés variable, referenciado al Euribor, pero con diferenciales sobre el mismo que son claramente inferiores a los que actualmente se están pagando por los depósitos. En tal caso, resulta extraordinariamente difícil obtener un margen de intermediación mínimamente apropiado para, una vez deducidos los gastos de explotación, y la cobertura de pérdidas esperadas por riesgo de crédito, retribuir al capital invertido.

Son, sin duda, esas dificultades para generar una rentabilidad aceptable, y sostenida, las que están detrás del cuestionamiento que se ha venido realizando de la capacidad de los bancos para generar valor para sus accionistas, justo en un contexto en que son necesarias aportaciones de nuevo capital, como consecuencia de las nuevas exigencias regulatorias. Eso es lo que se pone de manifiesto en el gráfico 13, que ilustra la evolución relativa de la valoración bursátil relativa de los bancos, medida por la ratio «Price to book» (relación entre valor de mercado y valor en libros), y comparando los bancos españoles con sus homólogos del área euro, así como los de Reino Unido, y Estados Unidos.

La tendencia ha sido a la baja en todos los casos, hasta el punto de que actualmente todos los sistemas bancarios tienen un valor claramente inferior a su valor en libros; en el conjunto del área euro, la ratio de valoración se halla incluso por debajo de 0,4 en media, es decir un nivel más reducido que en plena crisis de Lehman Brothers. Pero sin duda el caso más dramático es el del sistema bancario español, cuyo ratio de valoración es actualmente el más reducido, por debajo de 0,3, tras haber sido el más valorado antes de la crisis.

En esa deprimida valoración de los bancos en general opera, de forma general, la penalización por su elevado apalancamiento, que les hace ser especialmente vulnerables a las crisis. De hecho, el sector bancario es el paradigma por excelencia de sector apalancado,

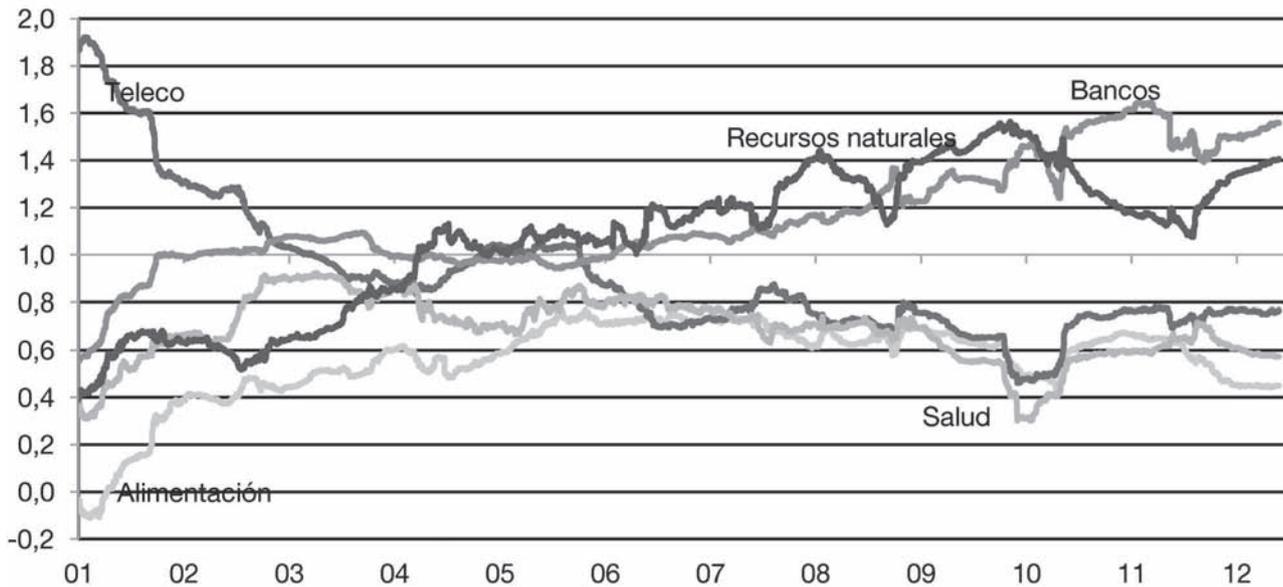
GRÁFICO 13  
**VALORACIÓN BURSÁTIL RELATIVA (PRICE TO BOOK)**  
**DE LOS BANCOS: ESPAÑA VERSUS ÁREA EURO, REINO UNIDO Y EEUU**



Fuentes: Afi, FActSet.

y por tanto el más expuesto a amplificar los movimientos cíclicos. En términos bursátiles, ese carácter suele

GRÁFICO 14  
**BETAS SECTORIALES: EVOLUCIÓN ÚLTIMA DÉCADA**  
**(Betas móviles 12 meses)**



Fuentes: Afi, Bloomberg.

representarse por el conocido «coeficiente beta», entendido como el factor de apalancamientos con respecto al mercado en conjunto, de tal manera que sectores con «beta» inferiores a la unidad se consideran defensivos, mientras que sectores con beta muy superior a la unidad son considerados especulativos.

En este sentido, el gráfico 14 muestra cómo el coeficiente beta agregado del sector bancario se ha venido incrementando sistemáticamente desde el inicio del siglo XX, en que presentaba un valor inferior a la unidad, hasta el entorno de 1,5 en los últimos años, convirtiéndose en un sector con un claro componente especulativo, asimilable al de los recursos naturales. En el lado opuesto, merece destacarse sectores como alimentación o salud, que mantienen sus betas claramente por debajo de la unidad, o el de Telecom, que ha pasado de betas muy superiores a la unidad, a betas inferiores.

Esa alteración en el perfil de riesgo de los bancos va a tener un efecto directo en la prima de riesgo que los inversores exigen por invertir en recursos propios bancarios y que, de acuerdo con el CAPM mencionado en la sección segunda del artículo, es directamente proporcional al mencionado coeficiente beta, siendo el factor de proporcionalidad la denominada prima por riesgo de mercado, frente el activo sin riesgo.

Ahora bien, si ese activo sin riesgo deja de existir, o al menos en su acepción tradicional vinculada a la deuda soberana, la prima por riesgo de mercado a imputar a la banca, a efectos de su valoración por los potenciales inversores, incorpora un elemento adicional cual es la parte de prima imputable a la propia deuda pública doméstica. Sin duda alguna, es esa doble naturaleza de «prima por riesgo» aplicable al sistema bancario español (la correspondiente al riesgo sectorial, y la correspondiente al propio benchmark de la deuda pública española) lo que explicaría por qué la pérdida de valor ha sido mucho más intensa en el sistema bancario español que en cualquiera de los comparables, como se puso de manifiesto en el gráfico 13.

## VII. CONCLUSIONES

Una de las principales consecuencias de la crisis económica y financiera iniciada en 2007 es el intenso aumento de la deuda pública de los países desarrollados. En un contexto en el que el crecimiento económico, presumiblemente, va a ser moderado, como también lo va a ser la inflación, la reconducción de ratios deuda/PIB hacia cotas «sostenibles», como puede ser el 60 por 100, se revela en la mayoría de los casos como muy difícil. Las agencias de *rating* no han tardado en reaccionar al deterioro de las cuentas

públicas y a su escepticismo sobre su éxito futuro y han decidido a lo largo de estos años rebajar en frecuentes ocasiones las calidades crediticias de países que eran AAA: desde España, hasta Francia, pasando por el caso más relevante, EE. UU. Aunque estos dos últimos países no han perdido la máxima calidad crediticia por parte de las principales agencias, es obvio que está en riesgo, así como algunos otros que aún gozan del AAA (aún cuando su ratio de endeudamiento público es también elevado). La consecuencia de la crisis es, por tanto, claro: fuerte reducción de la oferta del convencional activo libre de riesgo, es decir, el bono a 10 años de un Tesoro AAA. Ello tiene importantes implicaciones sobre un buen número de agentes que, o bien aplican teorías financieras generalmente aceptadas o bien están sujetos a regulaciones que se basan en el concepto tradicional de activo refugio. Entre estos agentes, destaca como uno de los más afectados el sistema bancario. Éste, a su vez, transmite sobre la denominada «economía real» todas las distorsiones que sufre como respuesta del deterioro del activo libre de riesgo, en mayor o menor medida en función de la importancia de la intermediación bancaria en la financiación y del papel jugado por el banco central en la política monetaria no convencional desarrollada en los últimos dos años. Es obvio que en este nuevo entorno se debe desmitificar el activo libre de riesgo, o rebajar sus condiciones de *rating* o aceptar otros activos como libres de riesgo, bien sea por su naturaleza (fondos de inversión monetarios) o por la eficacia a la hora de reducir los distintos riesgos que soporta (coberturas naturales o coberturas a través de instrumentos derivados).

## NOTAS

(\*) Socios de Analistas Financieros Internacionales (Afi).

(1) Según S&P.

(2) Ver BCE (2012).

(3) FMI (2012).

(4) Es verdad que EE. UU, Francia y Austria no han perdido el AAA por parte de todas las agencias, pero el riesgo es que en los próximos meses ninguna mantenga la máxima calidad crediticia.

(5) F.M. REDNGTON: «Review of the Principle of Life Office Valuations». *Journal Institute of Actuaries*. Num. 18. 1952.

(6) En estos casos, como en el de los índices de Merrill Lynch, la duración es relativamente constante. Se trata de medir la evolución de una inversión que, por ejemplo, tenga siempre duración lo más parecida posible a un año (el índice Afi de Letras a 1 año «invierte» en la última Letras a este plazo emitida por el Tesoro). No se tiene en cuenta el efecto del paso del tiempo y el hecho de que, por ejemplo, por más que se tensione la rentabilidad de las Letras a 1 año, una Letra comprada hace nueve meses, tiene una vida residual de solo tres meses, por lo que a su precio no le afecta el tipo de interés a un año sino el tipo a tres meses. En definitiva, en el análisis no tenemos en cuenta el efecto *roll down*. Y lo hacemos así porque, como hemos comentado, es frecuente que el horizonte temporal de la inversión o de valoración de las posiciones sea muy corto (entre un día y tres meses) por lo que este efecto *roll down* se puede despreciar, más si la inversión se realiza en un bono a 10 años.

(7) Para un bono con cupones fijos y vencimiento a 10 años, la duración es 7 años, por lo que un aumento de 50 pb de los niveles de rentabilidad supone una caída de la cotización del 3,5 por 100.

(8) En realidad, las LTRO son una de las herramientas de política monetaria del BCE desde el nacimiento de la política monetaria única del Área euro. Las modificaciones sufridas han sido, en un primer momento, la adjudicación a tipo fijo y por el total demandando por las entidades financieras y, posteriormente, el alargamiento de los plazos de vencimiento de las operaciones de financiación. Si inicialmente era tres meses, posteriormente se amplió hasta seis y doce meses y, en las dos operaciones que aquí se apuntan, hasta los tres años.

(9) Ciertamente es que se aplica un recorte de valoración en función del *rating*, pero todos los instrumentos de deuda pública de un país de la UME pueden ser utilizados como activo de garantía en las operaciones de financiación del BCE.

#### **BIBLIOGRAFÍA**

ANGELONI, C., y WOLFF, G. (2012), «Are Banks affected by their holdings of government debt?», *Bruegel Working Paper* 2012/07.

BANK OF ENGLAND, *Financial Stability Report*, varios números.

BCE (2010), *European banking structures*.

— (2012), «Análisis de la sostenibilidad de la deuda en la zona del euro», *Boletín Mensual* del BCE, abril.

EUROPEAN BANKING FEDERATION (2010), *EU banking sector: facts and figures*.

GARROTE, D. (2010), «Una reflexión sobre la situación de las finanzas públicas en Japón», *Boletín Económico* del Banco de España, noviembre.

HALDANE, A.; BRENNAN, B., y MADOUROS, V. (2010), «What is the contribution of the financial sector: Miracle or mirage?», publicado en *The Future of Finance: The LSE Report*, London School of Economics and Political Science.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (2012), «Safe assets: financial system cornerstone?» *World Economic Outlook*, abril.

STAMBAUGH, J. (2012), «The Euro's three crises», *Brookings Papers on Economic Activity*, primavera.

# El mercado europeo de CDS soberanos en el contexto de la crisis de deuda soberana

Óscar Arce  
Sergio Mayordomo (\*)

## I. INTRODUCCIÓN

Desde que se iniciara la crisis de deuda soberana en Europa a finales de 2009, los mercados de *Credit Default Swaps* (CDS) y de bonos soberanos han acaaparado un interés creciente por parte de analistas, inversores y reguladores, fundamentalmente, por dos motivos. En primer lugar, las primas de riesgo crediticio de la deuda en los países desarrollados han aumentado significativamente tras el colapso de Lehman Brothers. La percepción generalizada de los bonos soberanos como activos de alta calidad crediticia se ha puesto en entredicho y con ello la existencia de un activo libre de riesgo, en el sentido tradicional de la palabra. En segundo lugar, la actividad en el mercado de CDS ha aumentado significativamente. Hasta hace unos años la actividad relativa a estos productos derivados, normalmente, se restringía al ámbito de la deuda corporativa y, en algunos casos, al de la deuda pública emitida en economías emergentes. Sin embargo, el reciente empeoramiento de la percepción acerca de la situación fiscal de algunos países europeos ha conllevado un aumento significativo de la actividad en los mercados de CDS soberanos de varios de estos países.

Al mismo tiempo, han surgido nuevas cuestiones acerca de las posibles fuentes de riesgo sistémico en los mercados de CDS, su relación con los mercados de deuda subyacente o la posible utilización de los CDS como herramienta de distorsión, o incluso manipulación, de los mercados de deuda. Estas discusiones han alcanzado una especial relevancia en un contexto en el que los diferenciales de los bonos de los países (definidos como la diferencia del tipo de interés del bono del país respecto al de otro bono «libre de riesgo») han cobrado, asimismo, una importancia y atención crecientes. En este sentido, no es descartable que posibles distorsiones en los diferenciales de los bonos debidas a factores no relacionados con la calidad crediticia del país correspondiente, sino relativos al funcionamiento

de los propios mercados de bonos o de CDS, puedan tener efectos económicos significativos.

En este contexto, este artículo ilustra, en primer lugar, evolución y relación del mercado de CDS y bonos soberanos durante la crisis de deuda soberana en la Unión Económica y Monetaria (UEM) (1). A continuación, se presentan las principales magnitudes del mercado de CDS y bonos soberanos en la UEM. En la tercera sección se muestran los resultados de dos análisis basados en estos mercados: el análisis de los determinantes de las desviaciones entre la prima del CDS y el *spread* del bono y el análisis de la eficiencia informacional de los mercados de bonos y CDS soberanos. En la cuarta sección se describen con cierto detalle los aspectos básicos del procedimiento de activación de las cláusulas de los contratos de CDS en la reciente reestructuración de la deuda griega. La última sección recoge las principales conclusiones del artículo.

## II. EL MERCADO DE BONOS Y CDS SOBERANOS EN LA UEM: PRINCIPALES MAGNITUDES

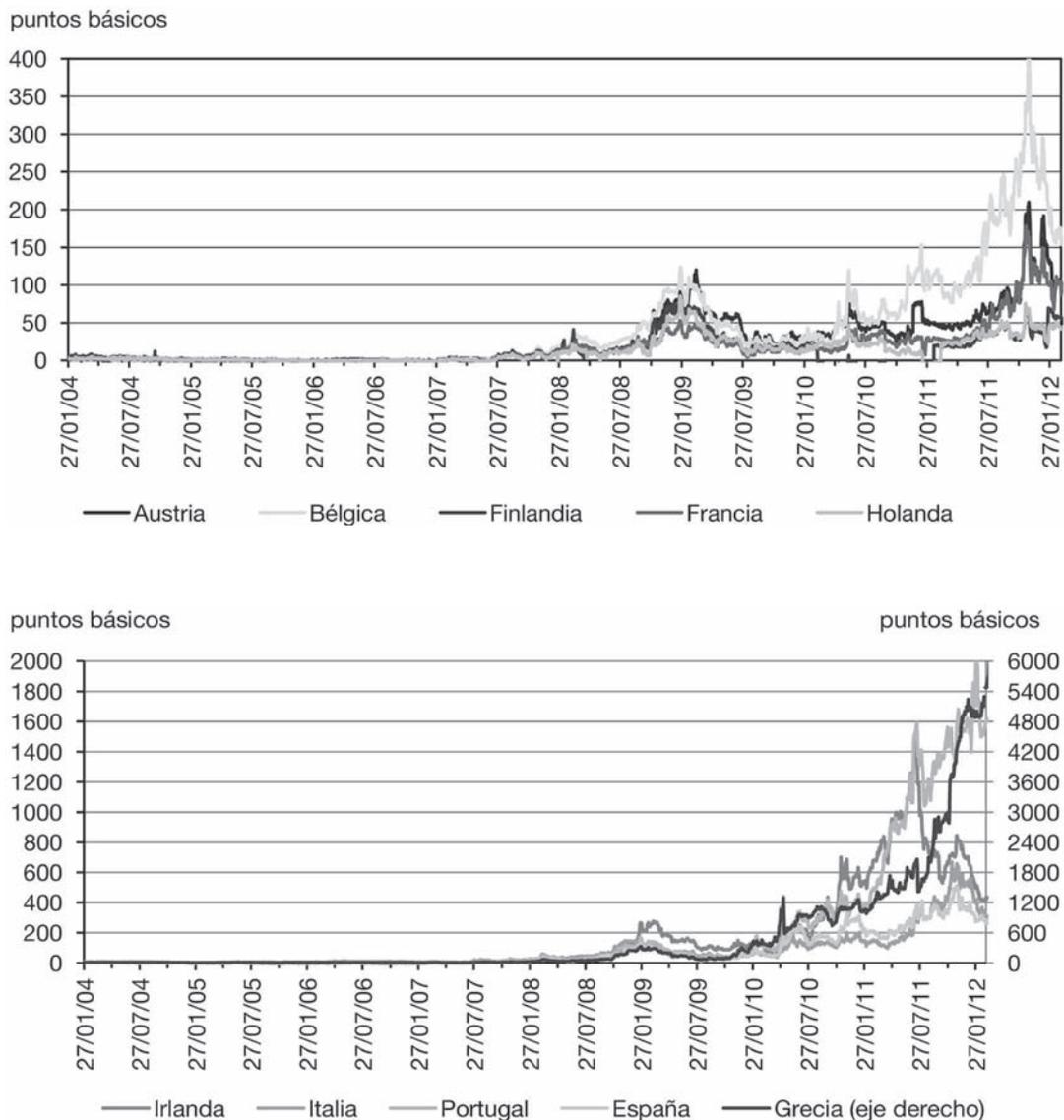
Los gráficos 1 y 2 muestran la evolución de las cotizaciones de los CDS y los diferenciales (*spreads*) de los bonos soberanos, respectivamente, para once países pertenecientes a la UEM (2). Una primera característica reseñable de estas series es el aumento notable en el nivel y la volatilidad de las mismas a partir de finales de 2008. Hasta ese momento, los *spreads* de estos dos activos se situaron de manera recurrente en valores muy bajos y estables, con apenas diferencias apreciables entre los distintos países de referencia.

Posteriormente, con el inicio de la crisis de deuda soberana griega a finales de 2009 y su extensión a otras economías del área el año siguiente, se produjo una segmentación, por países, en la evolución de estos *spreads*. Así, las economías sujetas a un mayor grado

de incertidumbre acerca de la fortaleza de sus finanzas públicas sufrieron rápidamente incrementos significativos en ambos indicadores del riesgo de crédito soberano. Este fue el caso, fundamentalmente, de los tres países que requirieron apoyo financiero internacional (Grecia, Irlanda y Portugal) y, en menor medida, de Italia, España y Bélgica. En el resto de países, la evolución de estos *spreads* fue más moderada. Así, a finales de abril de 2012, Finlandia y Alemania presentaban los menores *spreads* en sus CDS, con 75 y 83 puntos básicos, respectivamente, mientras que unas semanas antes en Grecia se alcanzaban niveles próximos a 25.500 puntos.

Otro dato destacable es el relativo al aumento de la actividad negociadora en los mercados de CDS soberanos europeos en los últimos años. El gráfico 3, que contiene el volumen nominal bruto de varios países del área del euro, muestra el fuerte crecimiento en la contratación de estos derivados registrado en los últimos años. Así, de un volumen de contratos abiertos relativos a los once países considerados cercano a 400 mil millones de dólares a finales de 2008, se pasó, en febrero de 2012, a una cifra superior a un billón de dólares. Por países, aquéllos en los que se observa un mayor crecimiento de actividad emisora durante este periodo reciente son Italia, España y Francia. En este contexto, la cuota del

GRÁFICO 1  
SPREAD DEL BONO A 5 AÑOS



Fuente: Datastream. Información hasta abril de 2012.

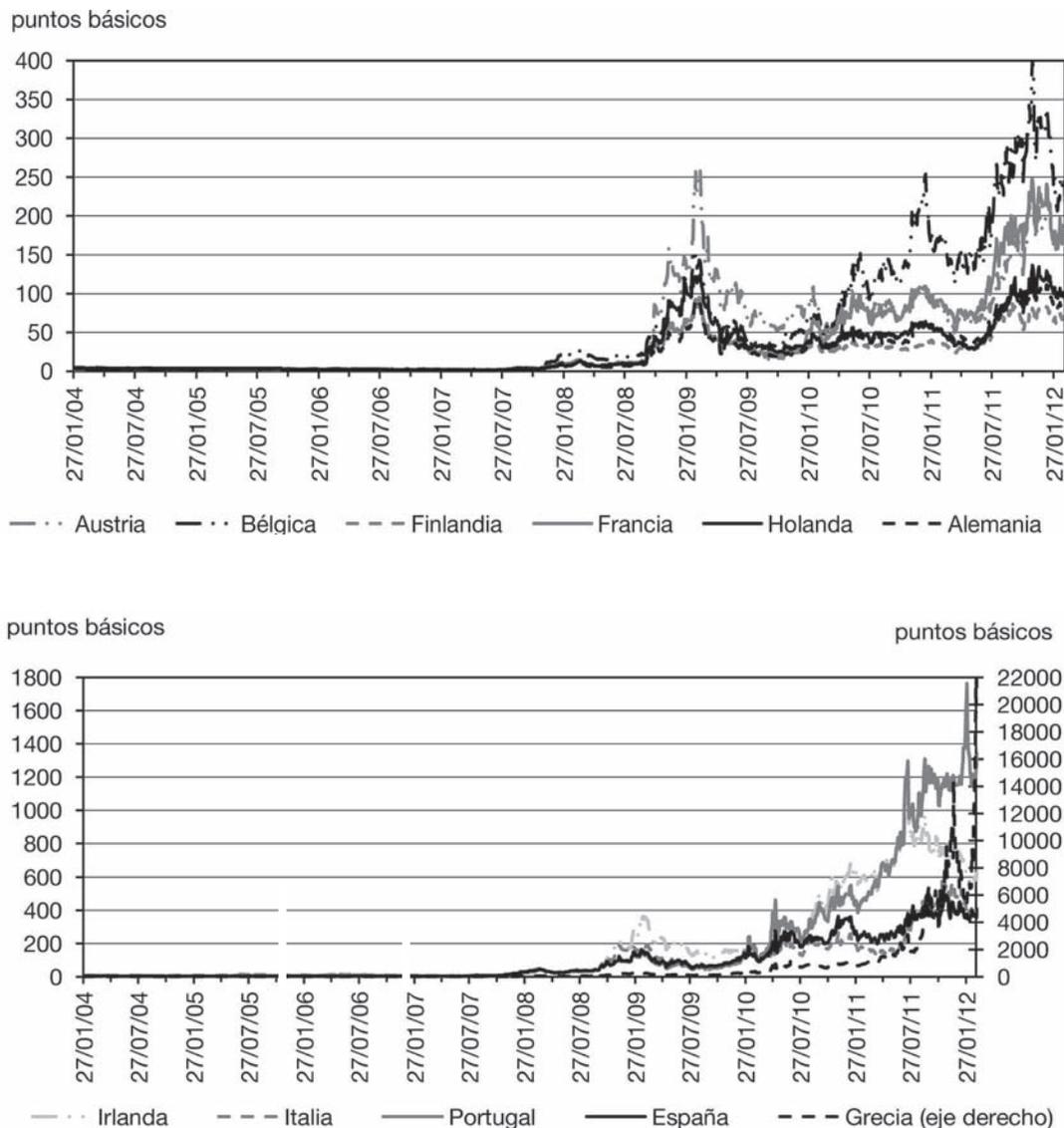
valor nominal neto de los CDS soberanos sobre el total ha aumentado desde 2008 hasta finales de 2011 de un 15 por 100 a un 25 por 100.

El gráfico 4 muestra el valor agregado del importe nominal bruto de las transacciones de CDS, expresado en el promedio semanal para los dos semestres comprendidos entre septiembre de 2010 y agosto de 2011, para diferentes entidades emisoras europeas (3). De estos datos, se desprende un fuerte incremento de las transacciones en CDS soberanos, con un crecimiento en su volumen de un 39 por 100 en el periodo considerado. Esta observación contrasta con el hecho de que el

volumen de transacciones en los CDS con subyacentes privados, financieros y no financieros, disminuyó entre marzo de 2011 y agosto de ese año con respecto al semestre anterior, con caídas del 6 por 100 y el 20 por 100, respectivamente.

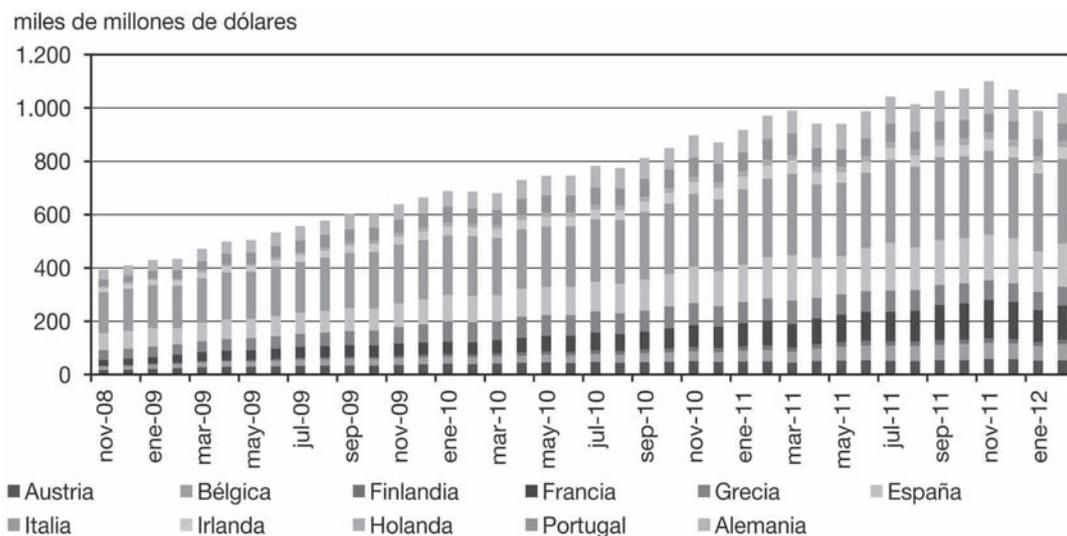
Pese al aumento de la actividad en el mercado de CDS soberanos europeos, la proporción del nominal de este tipo de derivados sobre el total del subyacente emitido sigue siendo relativamente baja, tal y como se observa en el gráfico 5, que muestra la ratio entre el volumen agregado nominal neto de CDS sobre la deuda bruta para los distintos países de la muestra. En efecto,

GRÁFICO 2  
PRIMA DEL CDS A 5 AÑOS



Fuente: Credit Market Analysis (CMA). Información hasta abril de 2012.

GRÁFICO 3  
VOLUMEN NOCIONAL BRUTO EN CDS



Fuente: Reuters.

con información disponible a septiembre de 2011, este ratio no superaba el 3 por 100 en ningún caso, después de que el volumen relativo de CDS en los países que han sufrido más severamente la crisis de deuda soberana (Grecia, Portugal e Irlanda) haya descendido significativamente desde los máximos registrados en 2009. Estos gráficos muestran también cierta estabilidad en la evolución del tamaño del mercado de CDS para los países de la eurozona. De este modo, esta evidencia no parece respaldar la intuición de que la crisis de deuda ha aumentado enormemente la demanda de CDS por motivos de cobertura y/o especulación. De hecho, la ratio del volumen nominal neto con respecto a la deuda pública se ha mantenido estable o de hecho ha disminuido para los países más expuestos a la crisis tales como Irlanda, Portugal y Grecia.

En cuanto al funcionamiento de estos mercados, el sector bancario ocupa una posición dominante en el lado de la oferta y la demanda de CDS, dado que este sector incluye los miembros de mercado más activos en el mercado. El grado de concentración en cuanto a la participación de los distintos miembros de mercado es elevado y, en la práctica, un número reducido de entidades aglutinan la mayor parte de los contratos. Así la participación del mercado de CDS está principalmente dominada por el conocido como G14, que incluye a los mayores *dealers* de derivados en todo el mundo y que concentran alrededor de un 90 por 100 del mercado global de CDS (4). Esta fuerte concentración contribuye al aumento de las exposiciones e interdependencias entre las instituciones del sector

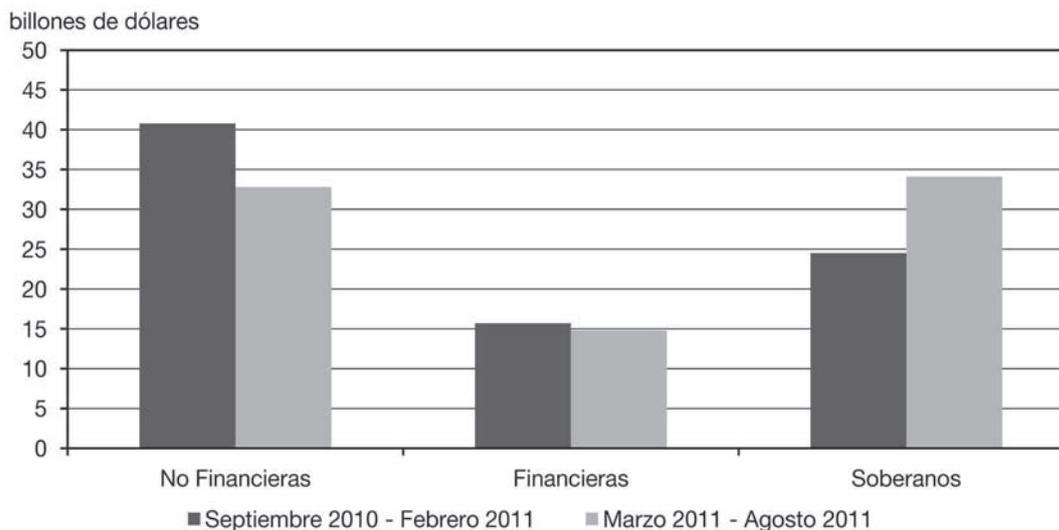
financiero y con ello al nivel de riesgo de contraparte y como consecuencia, de riesgo sistémico. La naturaleza OTC de las transacciones de CDS implica además que los participantes no conocen la verdadera exposición al riesgo de crédito de los vendedores de protección (5).

### III. EL ANÁLISIS DE LOS MERCADOS DE BONOS Y CDS SOBERANOS EN LA EURO-ZONA

Este artículo ilustra la evolución del mercado de CDS y bonos soberanos durante la crisis de deuda soberana europea a partir de los diferentes tipos de análisis que se han aplicado a estos mercados. Adicionalmente, este artículo ilustra el efecto de las recientes medidas implementadas en el marco de la Unión Económica y Monetaria (UEM) con un potencial efecto sobre el comportamiento de los mercados de deuda pública y CDS. Estas medidas incluyen los programas del Banco Central Europeo (BCE) para la compra de deuda soberana y el procedimiento del último rescate de Grecia junto con la consiguiente activación de las cláusulas de los contratos de CDS. La primera subsección muestra un aspecto fundamental para entender el posterior comportamiento de los mercados de CDS y bonos soberanos en la UEM: los determinantes del riesgo de crédito de las economías soberanas. La segunda subsección ilustra el proceso de transmisión de *shocks* del sector soberano al sector financiero y sus posibles efectos sobre los costes de financiación de las economías afectadas. En la tercera subsección se revisa la corriente de la literatura que analiza la eficiencia informacional

GRÁFICO 4

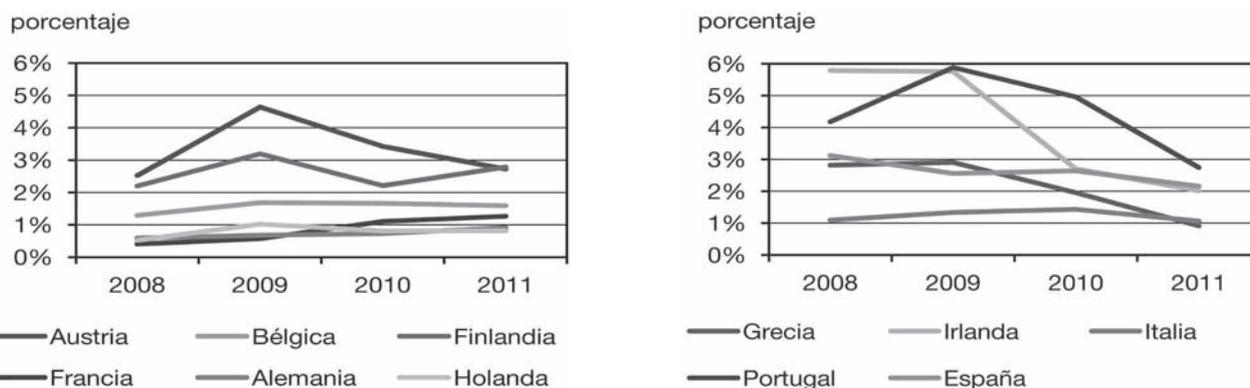
## VOLUMEN NACIONAL MEDIO DE TRANSACCIONES SEMANALES EN CDS (EN BILLONES DE DÓLARES)



Fuente: DTCC.

GRÁFICO 5

## NOCIONAL NETO DE CDS RELATIVO A LA DEUDA BRUTA (PORCENTAJE)



Fuentes: DTCC y FMI.

del mercado de CDS y bonos soberanos prestando especial atención al efecto de las medidas comentadas anteriormente sobre esta eficiencia. Finalmente, se describe el efecto de la activación de las cláusulas de los CDS sobre la deuda soberana griega tras la clasificación de la reestructuración de su deuda como un evento de crédito por parte de la ISDA.

### 1. Las desviaciones entre las primas de los CDS y los *spreads* de los bonos: análisis de sus determinantes

Existe una amplia corriente de la literatura que analiza los determinantes de las primas de los CDS y los

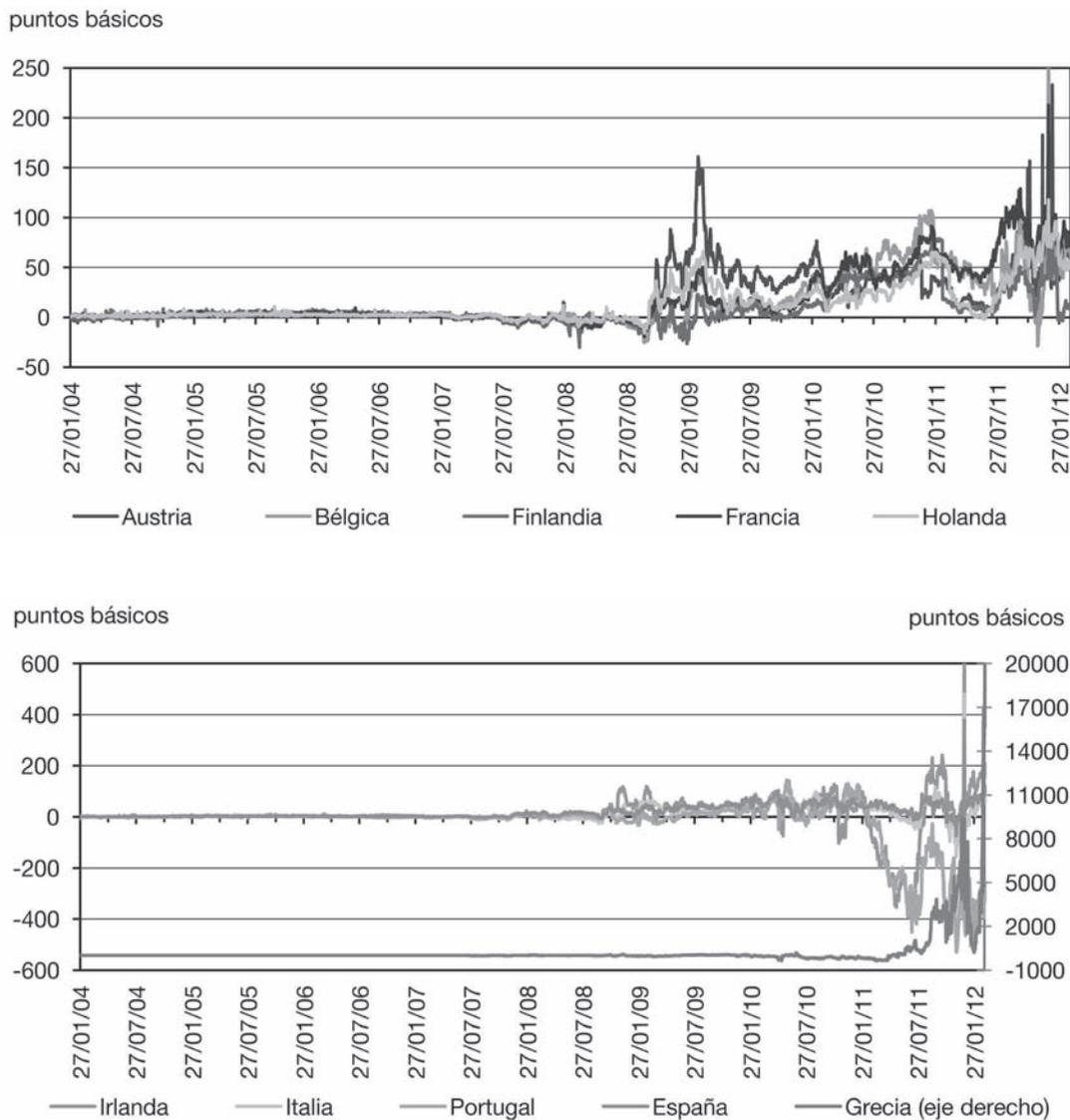
*spreads* de los bonos corporativos (6). Sin embargo, este tipo de análisis es menos frecuente para el caso de los bonos y CDS soberanos, posiblemente debido a la dificultad de definir algunos determinantes de los *spreads* de crédito soberano, tales como la pérdida esperada. Sin embargo, desde la formación de la UEM se han llevado a cabo varios estudios que analizan los determinantes de los *spreads* de los bonos soberanos. En concreto, existe cierto consenso con respecto a que los principales determinantes de estos *spreads* son la pérdida esperada (probabilidad de fallido), los factores macroeconómicos, la prima de riesgo global y la liquidez entre otros (7).

Otros estudios se han centrado en el análisis de los determinantes de la *base*, definida como la diferencia entre el *spread* del CDS y el *spread* del bono, para analizar si ambos *spreads* reflejan la misma información. En concreto, tal y como sucede con los precios de cualquier otro instrumento de seguro, la prima de un CDS debe guardar una relación directa con el valor de la cobertura ofrecida que, en este caso, no es otra que el valor del riesgo de impago cubierto por el contrato de CDS. Al mismo tiempo, el riesgo de impago implícito en un bono puede definirse como el diferencial entre el precio del bono en cuestión y el correspondiente a un bono libre de riesgo. De este modo, en ausencia de

fricciones o imperfecciones en estos mercados, el valor del riesgo de crédito implícito medido directamente, a través del precio del bono, e indirectamente, por medio de la prima del CDS correspondiente, debería coincidir salvo que existan ciertos factores con efectos diferentes sobre ambos *spreads*.

Tal y como ilustran los paneles del gráfico 6, las desviaciones entre ambas magnitudes durante los últimos años han sido frecuentes. En particular, resulta evidente que estas desviaciones han sido notablemente más intensas a partir de finales de 2008, coincidiendo con el recrudecimiento de la crisis financiera global que siguió

GRÁFICO 6  
BASE CDS – BONO PARA LOS GRUPOS DE PAÍSES CENTRALES Y PERIFÉRICOS



Fuente: CMA. Información hasta abril de 2012.

al colapso de Lehman Brothers en septiembre de ese año. Este resultado se observa tanto en los países que se están viendo menos afectados por la actual crisis de deuda soberana europea (ver panel superior del gráfico 6) como en aquellos que están sujetos a mayores elementos de vulnerabilidad fiscal (ver panel inferior del gráfico 6).

Aunque el análisis de los determinantes de la base es menos popular que el análisis de los *spreads* de crédito individuales existen algunos ejemplos para el caso de los mercados de crédito soberanos (8).

En un estudio reciente, Arce, Mayordomo y Peña (2012) analizan los determinantes de la base utilizando información diaria hasta febrero de 2012 de diez países de la EUM (Austria, Bélgica, España, Finlandia, Francia, Grecia, Holanda, Irlanda, Italia y Portugal). Este análisis representa el primer estudio de los determinantes de la base para el periodo de la crisis de la deuda europea soberana. Concretamente, este estudio encuentra un efecto significativo sobre la base de los siguientes factores: el riesgo de contraparte, los costes de financiación, la liquidez, la volatilidad de los índices de acciones de los países de la UEM y el volumen de deuda comprada por el BCE en los mercados secundarios.

Los autores argumentan que el efecto negativo y significativo del riesgo de contraparte podría deberse a un mayor riesgo de incumplimiento por parte de la entidad vendedora de un CDS en caso de impago del bono de referencia implicaría una disminución en el precio del CDS, puesto que el valor percibido de la protección ofrecida será menor. Unos mayores costes de financiación tienen un mayor efecto relativo sobre la demanda de bonos que sobre la de CDS debido a que las posiciones en contratos de CDS permiten un mayor apalancamiento que las posiciones en bonos (9). Por tanto, un aumento en estos costes propiciaría un mayor descenso en la demanda de bonos y, por tanto, en su precio propiciando un aumento de la base. Un mayor grado de liquidez en el mercado de bonos, en comparación con el mercado de CDS, implicaría un precio más alto del bono y, por tanto, un menor diferencial y una base mayor. El hecho de que la volatilidad común en los índices de acciones de la UEM tenga un efecto positivo significativo sobre la base implica que el mercado de CDS reacciona en mayor medida a aumentos en los niveles percibidos de riesgo macroeconómico. Esto último podría venir explicado por el hecho de que los CDS muestran una mayor dependencia de ciertos aspectos relacionados con riesgos de naturaleza agregada mientras que el mercado de bonos depende, en mayor medida, del riesgo de la referencia (10).

Por su parte, la compra de deuda del BCE en el mercado secundario a partir de mayo de 2010 en el contexto del Programa del Mercado de Valores también ha tenido

un efecto positivo y significativo sobre la base. Así, por tratarse de una intervención directa sobre el mercado de bonos, en principio, cabría esperar un mayor impacto (positivo) en los precios de este mercado. Por último, el análisis encuentra un efecto significativo de los propios retardos de la base, lo que indica una fuerte persistencia de la misma. Por tanto, el ajuste hacia la relación de equivalencia entre ambos *spreads* es, en promedio, lento.

Finalmente, pese a que los anuncios de la disposición de los bancos privados para aceptar quitas voluntarias en sus carteras de bonos griegos deberían haber causado una reducción en la confianza de los inversores en el mercado de CDS y un empeoramiento en su percepción de la calidad de la cobertura, no se encuentra un efecto significativo sobre la base (11 y 12).

## **2. Eficiencia informacional de los mercados de bonos y CDS soberanos**

Uno de los análisis más frecuentes de los mercados de bonos y CDS soberanos y corporativos se basa en el concepto de formación de precios. En particular, un proceso eficiente de formación de precios (*price discovery*) se caracteriza por un ajuste rápido de los precios de mercado de un equilibrio al siguiente, conforme el mercado recibe nueva información (13). Para el periodo anterior a la crisis actual el resultado empírico más común para los análisis referentes al sector corporativo es que el mercado de CDS refleja la información de forma más adecuada y rápida que el mercado de bonos (véase Blanco, Brennan, y Marsh (2005) o Zhu (2006), entre otros).

La crisis de deuda soberana europea ha aumentado el interés por analizar el proceso de *price discovery* en los mercados europeos. Así, Fontana y Scheicher (2010) encuentran que desde el comienzo de la crisis, el mercado de bonos ha jugado un papel predominante en el proceso de formación de precios en Alemania, Francia, Holanda, Austria y Bélgica, mientras que el mercado de CDS ha jugado un papel más importante en Italia, Irlanda, España, Grecia y Portugal. Por su parte, Palladini y Portes (2011) usan datos de seis países de la euro-zona (Austria, Bélgica, Grecia, Irlanda, Italia, y Portugal) durante el periodo 2004–2011 y encuentran que el mercado de CDS lidera al mercado de bonos en el proceso de formación de precios en todos los países de la muestra salvo Grecia. Delatte, Gex, y Lopez-Villavicencio (2010) encuentran que el mercado de bonos lidera el proceso de *price discovery* en los países centrales europeos en periodos de baja tensión mientras que en periodos de tensión es el mercado de CDS el que se convierte en el líder. En los países con altos tipos de interés, el *spread* del CDS refleja el riesgo de crédito de forma más adecuada que los *spreads* de los bonos tanto en periodos de tensión y como en aque-

llos de poca tensión; si bien el liderazgo de los CDS se acentúa en periodos de elevado estrés financieros.

Los análisis anteriores son de tipo estático, es decir, estiman una medida para el periodo analizado. Sin embargo, Longstaff (2010) sugiere que la naturaleza del proceso de *price discovery* en los mercados financieros podría depender del estado de la economía. En línea con este argumento, Arce, Mayordomo y Peña (2012) llevan a cabo un análisis dinámico utilizando una muestra de diez países de la UEM (los mismos utilizados en el análisis de los determinantes de la base, en la sección precedente). Este análisis permite identificar qué mercado refleja la información de forma más eficiente en cada momento y estudiar el efecto que una serie de factores tienen sobre la el proceso de formación de precios y la calidad de los mismos.

En concreto, estos autores obtienen una medida cuantitativa de la contribución relativa al proceso de formación de precios por parte de ambos mercados, el de bonos y el de CDS. Una vez que ha sido convenientemente normalizada, esta medida de *price discovery* toma valores entre cero y uno, de tal forma que valores por encima de 0,5 indican que el mercado que más contribuye a la formación del precio del riesgo de crédito implícito en el correspondiente bono (14). De forma simétrica, valores del indicador por debajo de 0,5 implican un mayor peso relativo del mercado de CDS en al formación del precio.

El gráfico 7 muestra la medida dinámica de *price discovery* para dos grupos de países diferenciados,

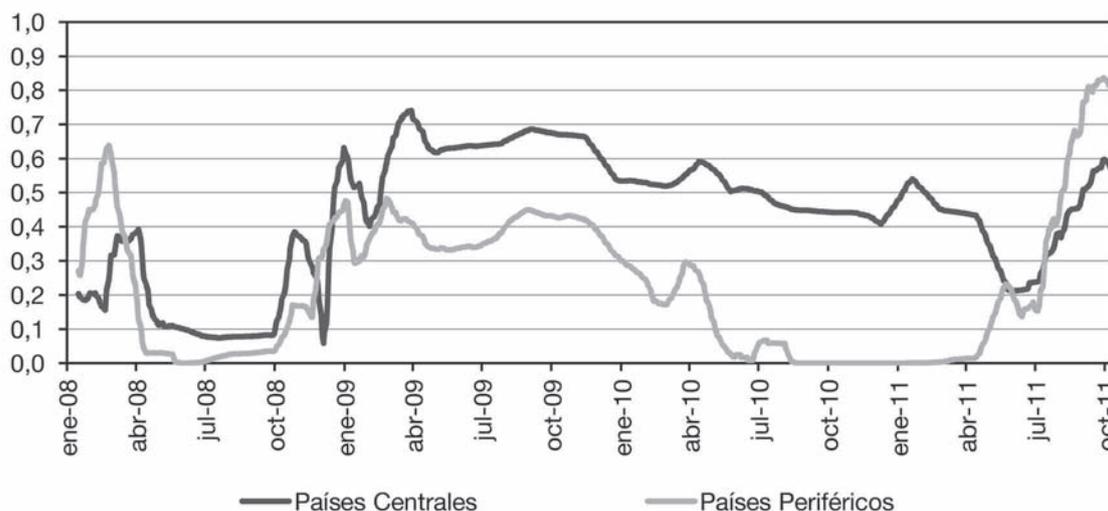
*periféricos* (España, Grecia, Irlanda, Italia y Portugal) y *centrales* (Austria, Bélgica, Finlandia, Francia y Holanda) (15). Un primer mensaje que se vislumbra claramente a partir de estos resultados es que las medidas de *price discovery* no son estáticas. Por el contrario, ambos mercados se alternan en el papel de liderazgo en el proceso de formación de precios a lo largo de tiempo.

De estas medidas cuantitativas, también se deduce que antes de septiembre de 2008, los mercados de CDS solían liderar el proceso de *price discovery*, en el sentido en que los precios de los CDS incorporaban los nuevos flujos de información relativos al riesgo de crédito del bono subyacente con más rapidez que los precios del bono correspondiente. Posteriormente, tras al colapso de Lehman Brothers y AIG, la contribución del mercado de bonos aumentó de forma significativa y persistente, especialmente en el grupo de países centrales.

En el grupo de países periféricos, se advierte un nuevo incremento importante en el grado de liderazgo relativo del mercado de bonos en torno a julio de 2011, cuando comenzó a plantearse abiertamente la posibilidad de una quita voluntaria en las tenencias de deuda pública griega por parte de algunos bancos privados. El hecho de que esa quita pudiera producirse sin que necesariamente se declarara un evento de crédito que activase la ejecución de las coberturas de los CDS podría haber desvirtuado sensiblemente la eficiencia relativa del mercado de CDS griegos, tal y como parece desprenderse del indicador de *price discovery* correspondiente a Grecia (véase el gráfico 8).

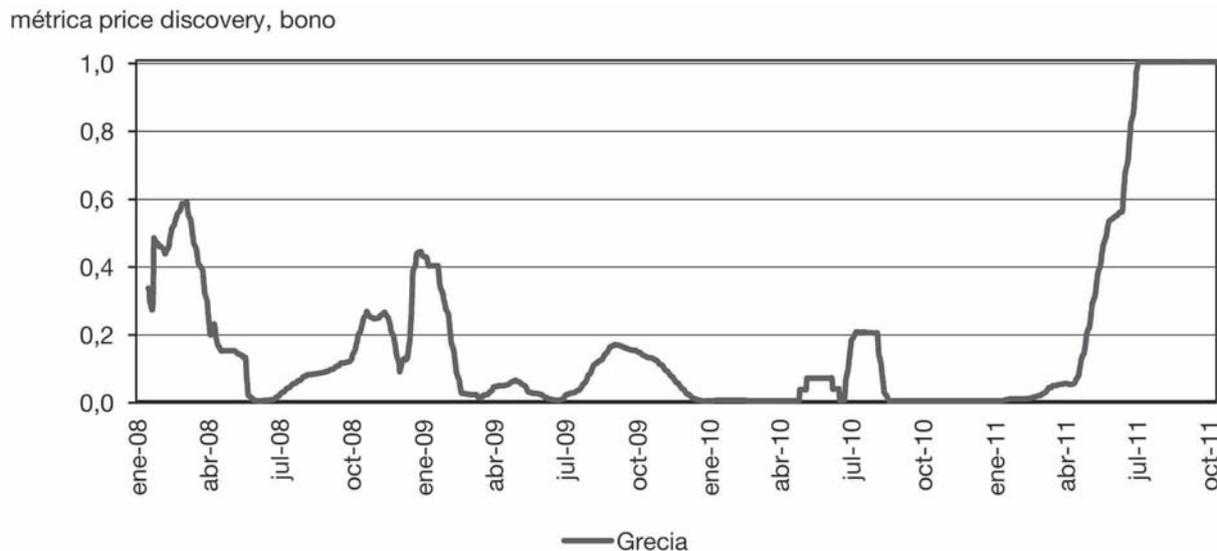
GRÁFICO 7  
MEDIDAS ESTIMADAS DE PRICE DISCOVERY

métrica price discovery, bono



Fuentes: Arce, Mayordomo y Peña (2012).

GRÁFICO 8  
MEDIDA ESTIMADA DE PRICE DISCOVERY PARA GRECIA



Fuentes: Arce, Mayordomo y Peña (2012).

Por último, Arce, Mayordomo y Peña (2012) analizan si el liderazgo en el proceso de la formación de precios de los dos mercados está relacionado con algunos de los eventos económicos y financieros más significativos ocurridos en el periodo de referencia (16). De acuerdo con los resultados obtenidos por estos autores, la intensificación del riesgo de contraparte, el nivel de volatilidad común en los índices de acciones de los países de la UEM y la quita pactada por los parte de los principales tenedores de deuda griega, afectan negativamente a la capacidad del mercado de CDS para contribuir eficientemente al proceso de formación de precios. Por otro lado, los costes de financiación y la compra de deuda por parte del BCE parecen disminuir el grado de eficiencia relativa del mercado de bonos

#### IV. EL EPISODIO DEL EVENTO DE CRÉDITO DE GRECIA

El vendedor de un contrato CDS debe hacer frente al pago de la protección a la parte que ha comprado la misma en caso de un evento de fallido tal y como se determina por la *International Swaps and Derivatives Association* (ISDA). La reestructuración de la deuda o el intercambio de la misma podrían no ser declarados como eventos de crédito de acuerdo a las especificaciones de los contratos de CDS, incluso cuando la pérdida derivada sea similar a la de un fallido. Parece, por tanto, relevante analizar la definición de eventos de crédito y el procedimiento por el que se fijan los correspondientes pagos (especialmente en el caso de la deuda soberana). El reciente evento de crédito de la

deuda supone un episodio especialmente relevante para ilustrar esto procedimientos.

Las partes de un contrato de CDS son las responsables de fijar la definición del evento de crédito que conducirá a la liquidación del contrato. La gran mayoría de CDS usan las definiciones de la ISDA que incluyen: quiebra, suspensión de pagos, moratoria, aceleración de las obligaciones o reestructuración de la deuda. Entre las cuestiones que se podrían incluir en la opción reestructuración está incluida una reducción del cupón o el principal de la deuda (quita), la extensión del vencimiento, entre otras causas.

Las definiciones de la ISDA referentes a la reestructuración no distinguen entre eventos obligatorios y voluntarios. Un importante criterio para que exista un evento de reestructuración es que ésta debe afectar a todos los tenedores de deuda reestructurada. Para bonos con una cláusula de acción colectiva, los cambios en la naturaleza de la deuda afectan al total de los acreedores si un 75 por 100 de ellos está a favor de la reestructuración. Esto implica que afecta a todos los acreedores independientemente de que todos ellos votaran o no a favor de la reestructuración.

El 27 de febrero de 2012, la ISDA recibió una petición sobre la posibilidad de considerar el evento de la aceptación voluntaria por parte de los bancos de una quita sobre sus tenencias en deuda griega un evento de fallido. Unos días después, el 1 de marzo, la ISDA emitió un comunicado en el que se aclaraba que en base a los hechos observados hasta el momento este hecho

no suponía un evento de fallido. Así, los 15 miembros de la ISDA votaron «no» a la pregunta sobre el posible evento de crédito (17). Tras una segunda pregunta referente al mismo asunto, la ISDA concluía el 9 de marzo que la reestructuración de la deuda griega y la ejecución de las cláusulas de acción colectiva suponía un evento de crédito.

El acuerdo sobre el intercambio voluntario de deuda griega por nueva deuda acordado por la mayoría de bancos tenedores de deuda helena implicaba que los inversores privados en bonos griegos aceptaran unas pérdidas del 53.5 por 100 del valor nominal de sus títulos. A cambio, los inversores recibirían un 31.5 por 100 del valor facial original de la deuda en bonos a 30 años griegos, un 15 por 100 del valor facial en un bono a dos años emitido por el Fondo de Estabilidad Financiera Europeo, junto con una garantía contingente que podría aumentar el pago de los cupones de los bonos en un 1 por 100 porcentual a partir de 2015, dependiendo del comportamiento del PIB.

En la ejecución de los contratos de CDS, los pagos de la reestructuración se fijaron a partir de los nuevos bonos griegos a 30 años. Este precio se determinó mediante una subasta de deuda griega que tuvo lugar el 19 de marzo de 2012. El precio de la subasta sirvió para fijar la tasa de recuperación (*recovery rate*), que es el valor residual de los bonos subyacentes al contrato de cobertura, y que el vendedor de protección recibe a cambio del importe correspondiente al nominal del contrato. El precio resultante de la subasta, y por tanto la tasa recuperación, fue 21,5 por 100; una cifra fue

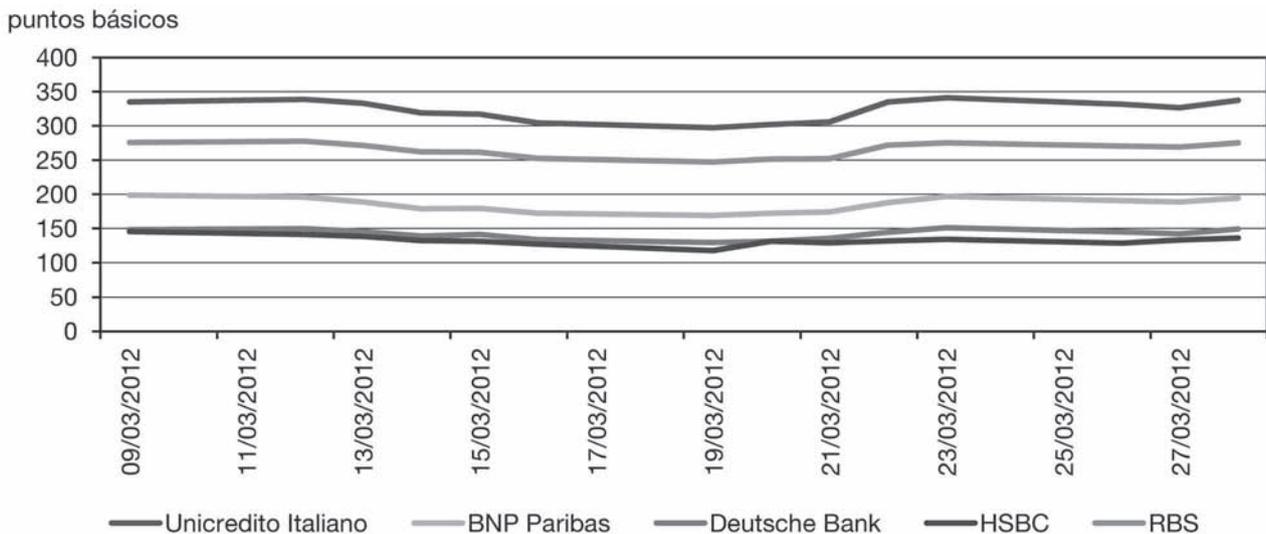
muy próxima a las estimaciones que se hicieron con anterioridad a la subasta. Por tanto, un comprador de protección recibiría un 78,5 por 100 del importe nominal neto vivo de CDS sobre deuda griega.

De acuerdo a DTCC, a fecha de cierre de la subaste el importe nacional neto era de 2.890 millones de dólares siendo el importe bruto de CDS griegos de unos 80 mil millones de dólares. El hecho de que existían varios vendedores de CDS referidos a deuda pública griega, e la práctica, implica que la máxima exposición de un vendedor de protección será sensiblemente inferior a este importe. Además, debido a que las exposiciones netas están parcialmente compensadas por la recuperación del subyacente correspondiente y que los contratos están colateralizados, la exposición neta sería sensiblemente inferior. Así, dada una tasa de recuperación de 21.5 por 100 y de acuerdo a las estadísticas de la ISDA (en promedio, un 70 por 100 de la exposición de los derivados está colateralizada y más de un 90 por 100 de las transacciones de CDS tienen colateral); un alto porcentaje de los 2.890 millones de dólares podría haber sido ya liquidado en el momento de la subasta.

De acuerdo a los datos de la Autoridad Bancaria Europea (EBA), por sus siglas en inglés), entre los bancos europeos que podrían sufrir mayores pérdidas se encontraban UniCredit, Deutsche Bank y BNP Paribas. Por otro lado, entres los bancos que obtendrían beneficios del mercado de CDS estarían HSBC y RBS. El gráfico 9 muestra que el efecto del evento de crédito anunciado por la ISDA el 9 de marzo de 2012, que implicaba la activación de los contratos

GRÁFICO 9

**PRIMA DE LOS CDS DE LOS PRINCIPALES VENDEDORES (UNICREDIT, DEUTSCHE BANK Y BNP PARIBAS) Y COMPRADORES (HSBC Y RBS) NETOS DE PROTECCIÓN (EN PUNTOS BÁSICOS)**



Fuente: CMA.

de CDS, no tuvo un efecto significativo sobre bancos compradores y vendedores, de acuerdo a la evolución de los niveles de las primas de los CDS para las entidades referidas. De hecho, las primas de los CDS para los cinco bancos anteriores apenas presentaron oscilaciones en torno a la fecha del evento de crédito.

Por tanto, las consecuencias del evento de crédito de la deuda griega sobre el sistema financiero fueron de una magnitud muy inferior a las observadas tras el fallido de Lehman Brothers. En concreto, el colapso de este banco de inversión fue, básicamente, un evento no anticipado, mientras que en el caso griego hubo más tiempo para entender y asimilar las consecuencias del evento de crédito. Además, el volumen de CDS vendidos sobre Grecia era inferior al correspondiente a Lehman Brothers, lo cual limitó las consiguientes exposiciones de unos bancos a otros. Además, la tasa de recuperación tras el evento de crédito de Lehman Brothers fue inferior a la de Grecia (9 por 100 frente a 21,5 por 100). Por último, existen algunos indicios que sugieren que el nivel de colateralización de los CDS sobre la deuda griega debía ser mayor que el nivel existente en el momento del colapso de Lehman.

Sin embargo, existen varios aspectos técnicos relacionados con los bonos entregables tras el evento, la definición del propio evento de crédito, y la determinación de la tasa de recuperación que merecen especial atención, con vistas a posibles eventos de este tipo dado que podrían haber afectado de forma significativa al mercado de CDS soberanos, tal y como han señalado recientemente Duffie y Thukral (2012). En efecto, aunque parece que el mercado de CDS ha funcionado eficientemente y de una forma ordenada tras el evento de crédito de Grecia, existen ciertas dudas sobre el futuro del mercado de CDS soberanos en caso de que exista un fallido de otro país con un mayor volumen de contratos de CDS. En concreto, el evento de crédito de Grecia ha puesto de manifiesto la necesidad de un buen entendimiento y transparencia de las exposiciones entre distintas instituciones, especialmente, entre entidades financieras. Este aspecto fue parcialmente superado gracias a la información reportada por la EBA en lo referente a las exposiciones detalladas de los bancos que pudieron haber evitado la aparición de dudas sobre la fragilidad de los participantes en el mercado de CDS.

## V. CONCLUSIONES

El aumento de la actividad observado en el mercado de CDS referenciados a la deuda pública europea que ha tenido lugar tras la crisis de deuda soberana ha centrado la atención de los académicos, inversores y

reguladores en el funcionamiento de estos mercados en el ámbito de la UEM. La mayor parte de esta atención venía alimentada por la relación entre el mercado de derivados y los correspondientes activos subyacentes y los posibles efectos perversos que el mercado de CDS podría tener sobre dicha deuda subyacente.

En base a la evidencia empírica documentada en los estudios presentados en este artículo, se muestra que las desviaciones entre los precios de los *spreads* de los CDS y bonos subyacentes se ven afectadas significativamente por factores tales como el riesgo de contraparte de los oferentes de CDS, los costes de financiación, el nivel de volatilidad en los mercados de acciones, el grado relativo de liquidez de ambos mercados y el volumen de deuda comprada por el BCE en el mercado secundario. Estos resultados permiten concluir que ambos mercados no reflejan la misma información y de ahí las desviaciones que se observan entre ambos *spreads* y que se ilustran en el gráfico 6.

A la vista de los resultados anteriores se puede concluir que los dos mercados no reflejan la misma información. Por tanto, parece necesario analizar cuál de los dos mercados refleja la información referente al riesgo de crédito de forma más eficiente o dicho de otra forma, cuál de los dos mercados lidera el proceso de formación de precios. La evidencia empírica disponible hasta el momento sugiere que el proceso de formación de precios muestra un patrón dinámico que parece estar influido sistemáticamente por la presencia de determinados factores y fricciones en estos mercados. En concreto, los factores mencionados anteriormente como determinantes de las desviaciones entre los *spreads* de bonos y CDS soberanos junto con los acuerdos de los banca privada para aceptar pérdidas derivadas de sus tenencias de deuda griega parecen estar teniendo un efecto determinante en la eficiencia informacional de ambos mercados.

Por último, se analizan los efectos del reciente evento de crédito de la deuda griega y sus consecuencias sobre el sistema financiero. El análisis muestra que estas consecuencias fueron de una magnitud muy inferior a las observadas tras el fallido de Lehman Brothers. Así, este evento no tuvo un efecto significativo sobre los niveles de riesgo de los principales bancos compradores y vendedores de contratos de CDS sobre la deuda griega. En términos generales, el mercado de CDS ha funcionado eficientemente y de una forma ordenada tras el evento de crédito de Grecia. El hecho de que el evento de crédito fuera anticipado por los inversores, el reducido volumen de CDS vendidos sobre Grecia y un mayor nivel de colateralización que en eventos de crédito anteriores podrían ser las principales razones de este comportamiento ordenado y relativamente eficiente del mercado.

## NOTAS

(\*) Óscar Arce y Sergio Mayordomo pertenecen al Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la CNMV. Las opiniones y análisis que aparecen en este artículo son responsabilidad de los autores y, por tanto, no necesariamente coinciden con los de la Comisión Nacional del Mercado de Valores.

(1) Algunas de las cuestiones que se exponen en varios de los apartados de este trabajo han sido objeto de un análisis detallado reciente por parte de los mismos autores en el artículo publicado en el Boletín de la CNMV correspondiente al primer trimestre de 2012 (véase ARCE Y MAYORDOMO, 2012).

(2) Estos países son Austria, Bélgica, Finlandia, Francia, Alemania, Grecia, Irlanda, Italia, Holanda, Portugal, y España. El periodo de la muestra es enero 2004 - octubre 2011. En el caso de Alemania solo se muestra el *spread* del CDS pues el tipo de interés de sus bonos a cinco años se utiliza como referencia para definir el *spread* del bono.

(3) El valor agregado del importe nominal bruto representa el valor de todos los contratos vivos en un determinado momento. En el cómputo del valor agregado del nominal neto se eliminan los contratos que han sido compensados con otros de signo opuesto.

(4) El grupo G14 incluye: Bank of America Merrill Lynch, Barclays, BNP Paribas, Citi, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, JP Morgan, Morgan Stanley, Royal Bank of Scotland, Société Générale, UBS y Wachovia Bank. Nomura también entró en dicho grupo en agosto de 2011.

(5) Para un análisis más detallado de algunos de estos aspectos, véase ARCE, GONZÁLEZ, Y SANJUÁN (2010).

(6) ELTON, GRUBER, Y AGRAWAL (2001) o LONGSTAFF, MITHAL Y NEIS (2005) entre otros estudian los determinantes de los *spreads* de los bonos y primas de los CDS corporativos.

(7) Véase por ejemplo CODOGNO, FAVERO Y MISALE (2003), FAVERO, PAGANO Y VON THADDEN (2009), BEBER, BRANDT Y KAWAJECZ (2009) O MAYORDOMO, PEÑA Y SCHWARTZ (2011) entre otros.

(8) Los primeros análisis de este tipo se centraban en el análisis de países emergentes (véase LEVY, 2009, o KÜÇÜK, 2010, entre otros) y posteriormente se aplicaron al caso europeo (véase FONTANA Y SCHEICHER, 2010).

(9) El efecto referente al uso de posiciones cortas sobre el bono es el opuesto, pues un aumento de los costes de financiación incrementaría el coste de la toma de estas posiciones y con ello reduciría la oferta y el *spread* del bono. Sin embargo, en la práctica, tomar posiciones cortas en bonos no es siempre factible.

(10) Este argumento está en línea con los resultados obtenidos por MAYORDOMO Y PEÑA (2011).

(11) Existe una serie de factores adicionales que pueden tener un efecto significativo sobre la base que resultan difíciles de medir a partir de la información disponible. Ejemplos de estos factores son: las restricciones en la toma de posiciones cortas de bonos para un determinado vencimiento; el grado de concentración de los participantes en el mercado de CDS que podría afectar a los precios en caso de una baja competencia; o una reducida transparencia del mercado de CDS que dificulte la intervención de los arbitrajistas.

(12) La propuesta sobre la aceptación de pérdidas por parte de los bancos con tenencias de deuda griega sin la activación de las cláusulas de los mercados de CDS se formalizó públicamente, por primera vez, en julio de 2011 (véase el documento del INSTITUTE OF INTERNATIONAL FINANCE disponible en <http://www.iif.com/press/press+198.php>). En principio, el acuerdo suponía aceptar pérdidas por un 21 por 100 del capital invertido, si bien, con posterioridad, se han considerado porcentajes sensiblemente superiores, siendo el porcentaje final acordado en marzo de 2012 de un 53.5 por 100.

(13) La mayoría de los trabajos que analizan el proceso de formación de precios en los mercados de bonos y CDS se basan en la metodología de HASBROUCK (1995) o GONZALO Y GRANGER'S (1995). Ambas metodologías se fundamentan en un test basado en un modelo de vectores autoregresivos (VAR) con un término de corrección de error.

(14) Este análisis está basado en la metodología desarrollada en GONZALO Y GRANGER (1995).

(15) Cada punto que compone estas series se corresponde con la media suavizada (media móvil de 30 días) equiponderada para cada uno de los dos grupos de países de una estimación que emplea 1.000 observaciones diarias de cada país. Alemania no se usa para el cálculo de la medida dinámica de *price discovery* debido a que el tipo de interés de este país se utiliza como referencia para definir los *spreads* de los bonos del resto de países.

(16) En este análisis empírico se utiliza un modelo de regresión Logit en el que la variable dependiente toma valor de 0 cuando el mercado de CDS lidera el proceso de *price discovery* y de 1 si lidera el mercado de bonos. Los detalles pueden consultarse en el propio trabajo.

(17) En el caso de Grecia las 15 instituciones que tenían derecho de voto para la evaluación del evento de crédito eran 10 dealers que son elegidos de acuerdo a su volumen de transacciones en el mercado de CDS y 5 no dealers que son elegidos aleatoriamente de un pool de compradores que cumplen ciertos criterios.

## BIBLIOGRAFÍA

ARCE, O.; GONZÁLEZ, F. J., y SANJUÁN, L. (2010), «El mercado de credit default swaps: Áreas de vulnerabilidad y respuestas regulatorias», *Documento de Trabajo 42*, CNMV. Disponible en [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/MonografiaN42\\_web.pdf](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/MonografiaN42_web.pdf).

ARCE, O., MAYORDOMO, S., y PEÑA, J. I. (2012), «Credit-risk valuation in the sovereign CDS and bond markets: Evidence from the euro area crisis», *Documento de Trabajo 53*, CNMV. Disponible en: [http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Monografia\\_N53\\_ENen.PDF](http://www.cnmv.es/DocPortal/Publicaciones/MONOGRAFIAS/Monografia_N53_ENen.PDF).

ARCE, O., y MAYORDOMO, S. (2012), «Los mercados de CDS y bonos soberanos en el marco de la crisis de deuda pública europea», *Boletín CNMV*, Primer Trimestre de 2012.

BEBER, A.; BRANDT, M.W., y KAWAJECZ, K.A. (2009), «Flight-to-quality or flight-to-liquidity? Evidence from the Euro-area bond market», *Review of Financial Studies*, (forthcoming) doi:10.1093/rfs/hhm088.

BLANCO, R.; BRENNAN, S., y MARSH, I. W. (2005), «An empirical analysis of the dynamic relationship between investment grade bonds and credit default swaps», *Journal of Finance*, 60: 2255-2281.

CODOGNO, L.; FAVERO, C., y MISSALE, A. (2003), Government bond *spreads*, *Economic Policy*, 18: 504-532.

DELATTE, A. L.; GEX, M., y LOPEZ-VILLAVICENCIO, A. (2010), «Has the CDS Market Amplified the European Sovereign Crisis? A Non-Linear Approach», *Working Paper*.

- DUFFIE, D., y THUKRAL, M. (2012), «Redesigning Credit Derivatives to Better Cover Sovereign Default Risk». Rock Working Paper, Center for Corporate Governance, 118.
- ELTON, E. J.; GRUBER, M. J., y AGRAWAL, D. (2001), «Explaining the Rate Spread on Corporate Bonds», *Journal of Finance*, 56: 247-278.
- FAVERO, C.; PAGANO, M., y VON THADDEN E.L. (2009), «How Does Liquidity Affect Government Bond Yields?», *Journal of Financial and Quantitative Analysis* (forthcoming)
- FONTANA, A., y SCHEICHER, M. (2010), «An Analysis of Euro Area Sovereign CDS and their Relation with Government Bonds», *Working Paper*, European Central Bank.
- GONZALO, J., y GRANGER, C. (1995), «Estimation of common long-memory components in cointegrated systems», *Journal of Business & Economic Statistics*, 13: 27-35.
- HASBROUCK, J. (1995), «One security, many markets: Determining the contributions to price discovery», *Journal of Finance*, 50: 1175-1199.
- INSTITUTE of INTERNATIONAL FINANCE, IIF Financing Offer, disponible en <http://www.iif.com/press/press+198.php>
- KÜÇÜK, U. N. (2010), «Non-Default Component of Sovereign Emerging Market Yield Spreads and its Determinants: Evidence from Credit Default Swap Market», *Journal of Fixed Income*, 19: 44-66.
- LEVY, A. (2009), «The CDS Bond Basis Spread in Emerging Markets: Liquidity and Counterparty Risk», *Working Paper*.
- LONGSTAFF, F.A., MITHAL, S. y NEIS, E. (2005), «Corporate Yield Spreads: Default Risk or Liquidity? New Evidence from the Credit Default Swap Market», *Journal of Finance*, 60: 2213-2253.
- LONGSTAFF, F. A. (2010), «The subprime credit crisis and contagion in financial markets», *Journal of Financial Economics*, 97: 436-450.
- MAYORDOMO, S. y PEÑA, J. I. (2011), «An empirical analysis of the dynamic dependencies in the European corporate credit markets», *SSRN Working Paper*. Available at <http://ssrn.com/abstract=1719287>
- MAYORDOMO, S., PEÑA, J. I., y SCHWARTZ, E. S. (2010), «Towards a Common European Monetary Union Risk Free Rate», *Working Paper* UCLA, Universidad Carlos III de Madrid.
- PALLADINI, G. y PORTES, R. (2011), «The Information Content of Euro-area Sovereign CDS Spreads», *Working Paper*.
- ZHU, H. (2006), «An empirical comparison of credit spreads between the bond market and the credit default swap market», *Journal of Financial Services Research*, 29: 211-235.



# El «bucle» entre sector bancario y deuda soberana

Santiago Carbó (\*)  
Francisco Rodríguez (\*)

## I. INTRODUCCIÓN

Con los problemas relativos a la deuda soberana, la crisis financiera se ha convertido en una crisis de reputación, con implicaciones muy importantes para los sectores bancarios. La teoría económica sugiere que la reputación es una mezcla de señales e información asimétrica. Aunque esta crisis tiene numerosos elementos en común con episodios pasados de inestabilidad económico-financiera, la acumulación de deuda —pública y privada— se ha convertido en un elemento muy importante en la actual crisis en la medida en que la magnitud de las distorsiones creadas por el apalancamiento está dificultando la salida de la crisis por vías convencionales. En particular, las señales que emite el mercado son muy confusas y probablemente nunca antes estas distorsiones habían alcanzado esta magnitud. Por ejemplo, las curvas de rendimiento de la deuda pública están invertidas en muchos casos (ofrecen mayores rentabilidad en plazos cortos que en los medios y largos) lo que sugiere que la desconfianza sobre la recuperación y que la recesión podría prolongarse aún durante varios años. Al mismo tiempo, se producen importantes movimientos de capitales transfronterizos y la gran incertidumbre no es ya sobre un país sino sobre el futuro de todo un área monetaria, la del euro. En este punto, estos grandes problemas solo pueden resolverse con soluciones de carácter muy drástico —con decisiones históricas— y, entre otras, se hace preciso resolver la interacción entre los problemas de deuda pública y los problemas bancarios.

La interacción repetida y el bucle que puede generarse entre las tensiones relativas a la deuda soberana y las de deuda bancaria responden fundamentalmente a dos cuestiones. La primera, que las crisis bancarias suelen implicar importantes costes fiscales de rescate de entidades financieras, lo que los inversores interpretan como una posible socialización de la deuda bancaria. La segunda, que las facilidades de liquidez que han proporcionado los bancos centrales —o que podrían

proporcionar los vehículos de financiación europeos al uso— han tenido (o podría tener potencialmente) implicaciones en el modo en que las entidades financieras participan del riesgo soberano hasta el punto de generar un bucle en el que a mayor riesgo soberano se produce mayor riesgo bancario y este, a su vez, vuelve a aumentar el riesgo soberano. En este artículo se analizan estas cuestiones a lo largo de cuatro apartados. En el apartado 2 se repasa la literatura reciente que analiza la interacción entre riesgo-país y riesgo bancario. En el apartado 3 se ofrecen algunos datos recientes y se analiza el impacto de los rescates bancarios y las operaciones de liquidez de las autoridades monetarias en esa relación. Las funciones y el papel en la resolución del bucle deuda soberana-deuda bancaria de la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF) y el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) se estudian en el apartado 4. El artículo se cierra en el apartado 5 con las principales conclusiones.

## II. LA RELACIÓN ENTRE DEUDA BANCARIA Y DEUDA SOBERANA

Las interacciones entre la deuda pública y bancaria se han convertido en un motivo de análisis y preocupación internacional. Un informe reciente del Banco de Pagos Internacionales (BPI, 2011) reconoce que los principales canales a través de los que se ha deteriorado la solvencia de la deuda soberana, han servido también para extenderse al sector bancario. En primer lugar, la banca posee en su balance importantes cantidades de deuda soberana que repercutiría negativamente sobre el valor de los activos bancarios en caso de que la deuda soberana enfrente problemas de solvencia. En segundo lugar, el riesgo soberano reduce el valor de la deuda soberana como garantía en los mercados interbancarios, especialmente en los casos en que las autoridades de un país incrementen su deuda para realizar rescates bancarios. En tercer lugar, una rebaja

en la calificación de la deuda soberana normalmente se traduce también en menores ratings para el banco tenedor de títulos públicos y, en general, para los bancos del país que sufre la bajada de *rating*.

En todo caso, como señala Gray (2009), no ha sido hasta hace relativamente poco tiempo que se han realizado estudios específicos sobre las interacciones entre los riesgos soberanos y los bancarios y las bases teóricas de tal relación se están, en buena medida, asentando en los últimos años.

Mody (2009) documenta que tras el rescate de *Bear Stearns* en marzo de 2008, el sector bancario nacional se ha convertido en un conductor (*driver*) de aumentos de márgenes de seguros de impago (*credit default swaps* o CDS) del conjunto de la deuda pública de un país. En este sentido, a medida que se ha apreciado un mayor riesgo bancario y posibilidad de generación de rescates públicos de entidades financieras, los CDS de la deuda soberana del país en cuestión han aumentado de forma significativa. Mody y Damiano (2011) han reconocido que las vulnerabilidades ante los márgenes de los CDS son más pronunciadas en países con mayores ratios de deuda sobre el PIB. De forma similar, Gerlach, Schultz y Wolff (2010) muestran que la prima de riesgo del bono soberano se incrementa con la dimensión de los bancos del país en cuestión durante periodos de crisis financieras, en particular tras la implementación de ayudas y rescates al sector financiero por parte de los gobiernos. En este sentido, Pisani-Ferry (2012) muestra que la dimensión de los activos bancarios se ha incrementado considerablemente en relación a los ingresos fiscales, sugiriendo que los problemas específicos de algunas entidades financieras pueden convertirse en un problema generalizado para la solvencia del conjunto del sector bancario y de la economía.

La explicación de estas cuestiones de transmisión de riesgo país hacia riesgo bancario reside, en buena parte, en las garantías que el gobierno ofrece al sector financiero, tanto explícitas como implícitas. Durante la crisis se está prestando especial atención a las garantías explícitas que los gobiernos conceden una vez que las necesidades de recapitalización bancaria se hacen imperiosas, en particular en aquellos países en los que la rentabilidad del bono soberano sufre más presiones al alza. Sin embargo, las garantías implícitas -las que contingentemente están preparadas para su uso en caso de necesidad— también son importantes. La idea es que ante episodios de estrés económico— financiero las garantías implícitas se convertirán probablemente en garantías reales y su impacto repercutirá directamente sobre el nivel de riesgo soberano (Gray *et al*, 2008; Gerlach, Schulz y Wolff, 2010; Pisani-Ferry, 2012).

Un informe reciente de la OCDE (Schich y Lindh, 2012) sugiere que los bancos de algunos países con

aparentemente menos problemas en relación al riesgo-país, cuentan con importantes «garantías implícitas» por los fondos y ayudas que se estima que el gobierno estaría dispuesto a ofrecer en caso de problemas de solvencia. Curiosamente, Alemania aparece en el primer lugar en cuanto a este tipo de garantías, lo que indica que, al margen de sus ventajas derivadas de su mayor estabilidad, los bancos alemanes también cuentan con mayor soporte contingente por parte de su gobierno, lo que les otorga una ventaja muy considerable en términos de financiación en los mercados. En el informe de la OCDE las garantías explícitas se calculan mediante metodologías de *rating* crediticio. En particular, se calcula la diferencia entre el rating que obtienen los bancos de un país teniendo en cuenta el soporte implícito de sus sistemas de garantía y apoyo público a los bancos y el *rating* que obtendrían si ese apoyo público implícito no existiera. En el informe se muestra que las entidades financieras alemanas se benefician de hasta 43.000 millones de euros en este tipo de garantías y las francesas de hasta 24.000 millones. La garantía se calcula a partir de la información de las entidades más grandes y sistémicas. En España, estas garantías implícitas se estiman en 3.000 millones de euros. En porcentaje del PIB, España aparece en uno de los últimos puestos, con apenas un 0,3 por 100 del PIB, mientras que Alemania (1,7 por 100) y Francia (1,4 por 100) presentan porcentajes mucho mayores. Estas diferencias no son nada despreciables en la medida en que constituyen una ventaja en los mercados financieros que ha estado inducida por los gobiernos y no por la verdadera solvencia y reputación de los bancos.

La literatura sobre la dinámica de ajuste de las crisis financieras —que tiene una referencia reciente en el trabajo de Reinhart y Rogoff, (2009)— apunta más hacia las garantías y ayudas explícitas y sugiere que, históricamente, los ratios de deuda pública sobre el PIB son mayores tras una crisis bancaria y que en el deterioro de la solvencia del sector público las ayudas para rescates bancarios se convierten en un elemento principal. Recientemente, otros estudios han sugerido que dado el papel que las entidades financieras han adquirido como tenedoras de deuda pública se han convertido en canales fundamentales de transmisión de riesgo soberano, creando una interacción transfronteriza de importantes implicaciones para la estabilidad financiera (Acharya *et al.*, 2011). Dieckmann y Plank (2012) encuentran una relación negativa entre los CDS bancarios y gubernamentales en épocas de estabilidad, mientras que esta relación se torna positiva en épocas de inestabilidad financiera. En esta línea, Alter y Schüller (2011) muestran que la dirección del contagio antes del rescate es desde el sector bancario al gobierno, mientras que en periodos posteriores al rescate, los márgenes de los CDS de la deuda soberana elevan los márgenes de los CDS de los bancos.

Merler y Pisani-Ferry (2012) señalan que las entidades financieras mantienen niveles de deuda soberana sustancialmente más elevados desde la caída de Lehman-Brothers. Esta tendencia se inició como un «vuelo hacia la seguridad» de las entidades financieras pero la crisis de la deuda soberana evidenció importantes riesgos y efectos de retroalimentación (en la medida en que los problemas bancarios elevarían el riesgo soberano y viceversa), en particular desde 2010.

En todo caso, no todos los estudios sugieren que las tenencias de deuda pública en los balances bancarios tengan necesariamente efectos negativos. Kollmann, Roeger y Velt (2012) mantienen que las tenencias de deuda ayudan a recuperar la inversión y el crecimiento económico en la medida en que suponen un apoyo al sector público. Asimismo, Wolff (2011) muestra que las valoraciones de mercado de los bancos internacionales durante la crisis de la deuda soberana no han estado influenciadas por las tenencias de deuda pública de Italia, España, Irlanda o Portugal. Solo existe una clara relación entre la tenencia de deuda griega y la valoración de mercado de los bancos, si bien esta relación se estima tan solo hasta 2010 en el estudio en cuestión.

### III. LA EVIDENCIA DEL BUCLE DEUDA SOBERANA-DEUDA BANCARIA: EL CASO ESPAÑOL COMO REFERENCIA

#### 1. Exposición bancaria transfronteriza a la deuda

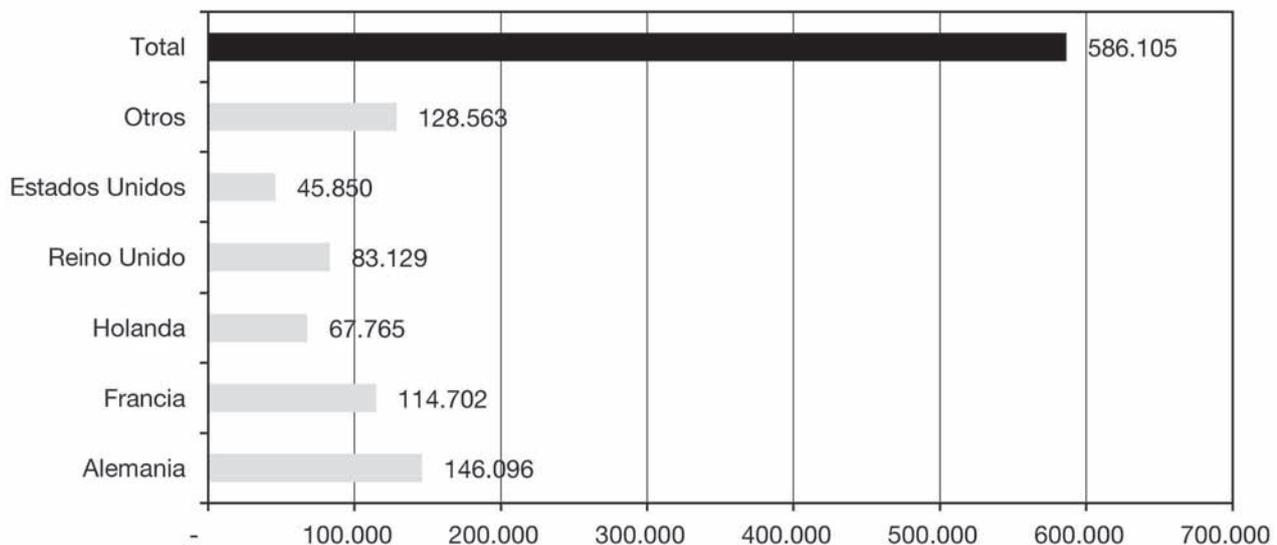
Desde 2010, la crisis de la deuda soberana en Europa ha puesto de manifiesto la exposición transfronteriza de

los bancos de la eurozona a la deuda soberana de los distintos estados miembros. Tomando como referencia España, según datos del BIS a diciembre de 2011, los bancos internacionales tienen deuda pública española por valor de 78.365 millones de dólares. Ésta es tan solo la exposición bancaria internacional a la deuda bancaria española. La que tienen las entidades financieras internacionales a los bonos soberanos de otros países de la Eurozona es también muy significativa, destacando la exposición a la deuda alemana (443.160 millones de dólares), la francesa (248.343 millones de dólares), o la italiana (174.358 millones de dólares). Todos estos datos se expresan en términos de último riesgo (*ultimate risk basis*) es decir netos de garantías y colaterales.

En todo caso, dado que, como se comentó anteriormente, parte de la deuda de carácter privado se considera potencialmente asumible por el Estado —en la medida en que el sector privado no pueda hacerle frente— una visión más completa de la exposición bancaria internacional a la deuda de otros países se obtiene analizando las tenencias conjuntas de deuda pública y privada de estos bancos. Estas son especialmente significativas para algunos países periféricos, como España, en los que la economía en su conjunto mostró una especial dependencia de la financiación exterior en los años anteriores a la crisis. En el caso de España, la exposición de los bancos internacionales al conjunto de su deuda (gráfico 1) alcanzaba los 586.105 millones de dólares a finales de 2011. Los bancos alemanes y franceses (146.096 y 114.702 millones de dólares respectivamente) son los principales acreedores.

GRÁFICO 1

#### DEUDA PÚBLICA Y PRIVADA ESPAÑOLA EN LOS BALANCES DE LOS BANCOS DE ALEMANIA, FRANCIA, HOLANDA, REINO UNIDO Y ESTADOS UNIDOS (2011)



Fuentes: Banco de Pagos Internacionales y elaboración propia.

En referencia a la afluencia de financiación externa y de la deuda privada y pública española en manos de bancos de otros países, dos datos son ilustrativos de los desequilibrios financieros acumulados por la economía española y de su persistencia. Los activos financieros netos de la economía eran de -0.97 billones de euros en diciembre de 2011, un -90.2 por 100 del PIB. Por otro lado, la deuda externa de la economía española ascendía -según los últimos datos de balanza de pagos a marzo de 2012- a 1,78 billones de euros, un 164,3 por 100 del PIB.

## 2. La concentración del riesgo soberano y el papel de la liquidez «oficial»

En 2011 y 2012, el temor al contagio respecto a los países cuyos bonos soberanos estaban sufriendo mayor presión al alza sobre su rentabilidad y algunas de las decisiones de política monetaria adoptadas en ese entorno, tuvieron una influencia muy significativa en las relaciones entre riesgo bancario y deuda soberana en Europa. En primer lugar, para evitar el riesgo de contagio, buen parte de los bancos en países europeos con menor riesgo soberano han ido reduciendo su exposición a la deuda pública de los países periféricos durante la crisis. El cuadro núm. 1 compara la información sobre exposición bancaria a riesgo soberano proporcionada en los test de estrés que la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés) realizó en julio de 2011 (usando datos de balance de diciembre de 2010) con información de esas mismas entidades a diciembre de 2011. Se constata que los bancos alemanes y franceses redujeron sus tenencias de deuda pública griega, irlandesa, italiana, portuguesa y española en más de 90.000 millones de euros en tan solo un año.

El segundo elemento de referencia ha sido el papel del Banco Central Europeo en la provisión de liquidez a

las entidades bancarias. En las dos inyecciones de liquidez de mayor importancia cuantitativa realizadas por el BCE al sector bancario, las *Long-Term-Refinancing-Operations* (LTRO) de diciembre de 2011 y febrero de 2012 se evidenció el impacto que la expansión monetaria puede tener en el bucle entre deuda soberana y bancaria. Con los LTRO, en lugar de comprar directamente activos, el BCE inyectó liquidez (muy necesaria por otro lado) para que los propios bancos de cada país fueran los que compraran la deuda soberana nacional. Con ello, la restricción de liquidez bancaria se reducía pero los problemas a largo plazo se exacerbaban porque los riesgos soberanos no se distribuían sino que se concentraban en los sistemas bancarios de los países con mayores debilidades estructurales.

En todo caso, el papel del Eurosistema en la financiación bancaria se había incrementado ya notablemente desde 2008, especialmente tras la quiebra de Lehman Brothers (véase gráfico 2a), si bien en aquel momento se infraestimaron probablemente los riesgos de la provisión oficial de liquidez en la Eurozona, dado que la presión sobre la rentabilidad de la deuda soberana no era tan evidente en aquel momento. El problema es que el alivio que ha podido producir la liquidez «oficial» —teniendo en cuenta las tendencias anteriormente comentadas— ha tenido como coste colateral una polarización del riesgo soberano hacia los sectores bancarios de los países de la Eurozona que precisamente contaban ya con mayores niveles de riesgo-país.

En este punto, las entidades financieras españolas han sido las que han hecho un mayor uso reciente de las facilidades de liquidez del Eurosistema. Mientras que el porcentaje que representaban los bancos españoles era de apenas del 5 por 100 en septiembre de 2007, éste ha ido incrementándose progresivamente hasta alcanzar el 82,9 por 100 en mayo de 2012 (véase gráfico 2b).

CUADRO NÚM. 1

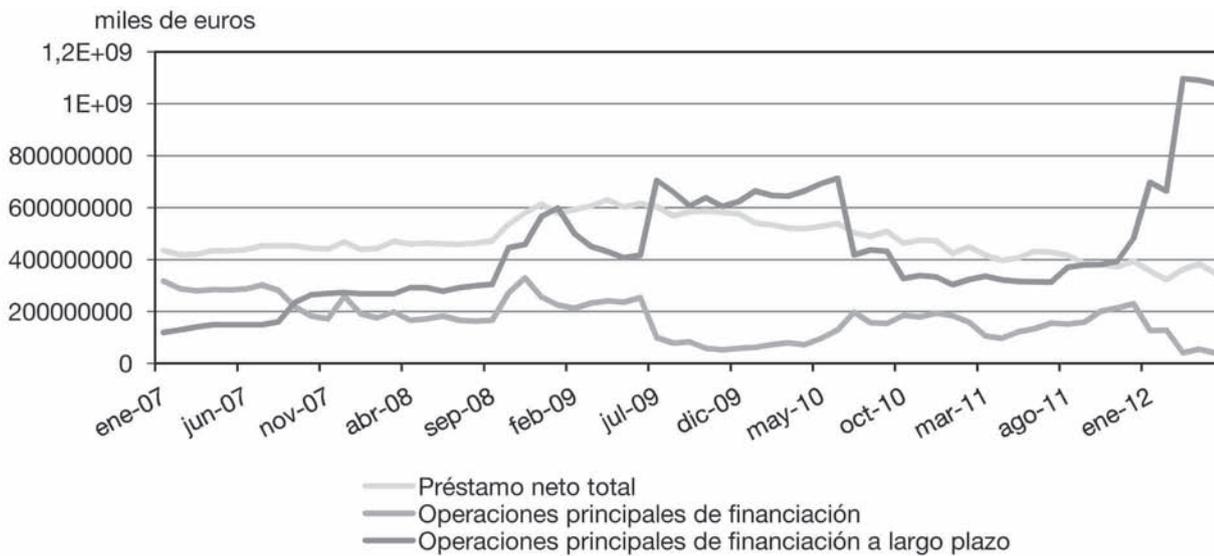
### DIFERENCIAS ENTRE DATOS DE BALANCE A DICIEMBRE DE 2011 Y 2010 EN LAS TENENCIAS DE DEUDA PÚBLICA (MILES DE MILLONES DE EUROS)

<i>Frente a</i>	<i>Grecia</i>	<i>Irlanda</i>	<i>Italia</i>	<i>Portugal</i>	<i>España</i>	<i>Total exposición</i>
<i>Tenencias de</i>						
Francia .....	-2,5	-0,3	-11,2	-1,2	-3,2	-18,5
Alemania .....	-1,7	-0,1	-7,1	0,3	-0,9	-9,4
Irlanda .....	0,0	0,0	-0,6	-0,1	-0,3	-1,1
Italia .....	0,1	0,0	-8,0	-0,1	0,5	-7,4
Portugal .....	-0,4	0,0	-0,1	3,2	-0,2	2,6
España .....	-0,1	0,0	0,5	-1,6	-3,9	-5,1

Fuentes: Bruegel Group y elaboración propia.

GRÁFICO 2  
FINANCIACIÓN DEL EUROSISTEMA

2a: FINANCIACIÓN DEL EUROSISTEMA



2b: PARTICIPACIÓN DE LAS ENTIDADES FINANCIERAS ESPAÑOLAS EN LA FINANCIACIÓN DEL EUROSISTEMA



Fuentes: Banco de Pagos Internacionales y elaboración propia.

### 3. Reputación, riesgo-país y dificultades de financiación bancaria

Las dificultades de financiación de las entidades financieras se exageran cuando el riesgo soberano se traduce en bajadas de *rating* para esos bancos, como ha ocurrido recientemente. A los problemas de solvencia que los bancos españoles están experimentando se les añaden entonces dificultades muy importantes de acceso a la liquidez en los mercados interbancarios. Un ejemplo de estos problemas tuvo lugar tras la aprobación por parte del Eurogrupo el 9 de junio de 2012 de una ayuda contingente para España de hasta

100.000 millones de euros para proceder a la recapitalización de las entidades financieras que lo necesiten. Paradójicamente, aunque se trataba de un hecho fundamental de cara a la resolución de la crisis bancaria en España —al establecerse un *backstop* significativo que venía a cerrar parte de los retos de resolución aún abiertos— la ayuda contingente del Eurogrupo se interpretó en buena medida como una posible socialización de pérdidas bancarias y, por lo tanto, como un incremento del riesgo-país que, una vez más, tuvo un *feedback* negativo en las entidades financieras españolas, habiendo visto muchas de ellas reducida su calificación crediticia. En este sentido, cabe acoger como positivo

CUADRO NÚM. 2

**MÁRGENES DE DEPÓSITO EXIGIDOS POR EL DESCUENTO DE DEUDA SOBERANA ESPAÑOLA, ITALIANA Y FRANCESA EN LCH.CLEARNET (JUNIO DE 2012)**

Duración	ESPAÑA		ITALIA		FRANCIA	
	Clase	Margen	Clase	Margen	Clase	Precio
0-1 mes .....	201	0,70%	001	0,70%	101	0,25%
1-3 meses .....	202	1,25%	002	1,10%	102	0,50%
3-9meses .....	203	2,25%	003	3,10%	103	0,75%
0,75-1,25 años ..	204	2,75%	004	3,60%	104	1,25%
1,25-2 años .....	205	3,50%	005	3,80%	105	1,50%
2-3,25 años .....	206	5,00%	006	4,70%	106	2,15%
3,25-4,75 años ..	207	7,00%	007	6,60%	107	3,20%
4,75-7 años .....	208	9,50%	008	8,10%	108	4,00%
7-10 años .....	209	11,00%	009	8,30%	109	4,25%
10-15 años .....	210	14,70%	010	11,45%	110	6,40%
15-30 años .....	2011	17,90%	011	18,00%	111	10,00%
30-50 años .....					113	16,45%

Fuentes: LCH Clearnet y elaboración propia.

el acuerdo alcanzado por los estados miembros de la Eurozona en la cumbre europea del 28 y 29 de junio de 2012 en la que se estableció que la ayuda al sector bancario podría realizarse directamente a través del MEDE sin intermediación del Estado y, por lo tanto, sin incrementar la deuda pública, cuestión que se trata en el siguiente apartado de este artículo.

En todo caso, el bucle entre deuda soberana y deuda bancaria ha desembocado en algunas dificultades adicionales para las entidades financieras españolas. Así, por ejemplo, el margen o depósito exigido para el descuento de deuda soberana en la principal cámara de compensación bancaria europea (*LCH.Clearnet*) se elevó en junio de 2012 en casi todos los segmentos de plazo de la deuda española (excepto en el de 7 a 10 años y 15 a 30 años). Los márgenes se ampliaron en el entorno del punto porcentual para los distintos plazos. Por ejemplo, en el tramo de 10 a 15 años se pasó del 13,6 por 100 al 14,7 por 100. No obstante, estos márgenes son bastante similares a los aplicados en el caso de Italia. El cuadro núm. 2 ofrece, como comparación, los márgenes exigidos por descuento de España, Italia y Francia. Se observan diferencias de hasta dos puntos porcentuales menos en los tramos intermedios exigidos a la deuda francesa respecto a los márgenes exigidos a la española o la italiana. De este modo, para los tramos de 3-9 meses, a la deuda francesa se le exige un margen del 0,75 por 100, mientras que la deuda española e italiana se les exige el 2,25 por 100 y 3,10 por 100, respectivamente. No obstante, las diferencias en los

márgenes exigidos se van ampliando a medida que los tramos avanzan, llegando a mostrar diferencias de hasta un 8 por 100 en los de más largo plazo.

#### **IV. CONSTRUYENDO UNA GARANTÍA COMPLETA EN LA EUROZONA: EL PAPEL DE LA FEEF Y EL MEDE**

##### **1. Las premisas**

En el apartado anterior, tomando como referencia principal el caso español, se ha ofrecido evidencia de los distintos problemas de estabilidad financiera que pueden producirse derivados del bucle entre deuda soberana y deuda bancaria en la Eurozona. Se ha puesto de manifiesto, asimismo, que se precisan garantías o soportes para ambos tipos de riesgos (soberano y bancario). Para tratar de romper el círculo vicioso que marca este bucle, es preciso establecer varias premisas, que se han hecho evidentes a la luz de los acontecimientos recientes:

i) Para reducir a la vez el riesgo soberano y el bancario es preciso establecer dos tipos de garantías comunes (*backstop*) para el respaldo de la deuda y sus posibles pérdidas: uno bancario y otro soberano. O, en todo caso, un vehículo que agrupe ambas garantías. Si la cobertura solo se establece para uno de los tipos de riesgo (soberano o bancario) sin cubrir el otro, el bucle no puede cerrarse.

ii) En términos prácticos, los mecanismos que la Unión Europea está estableciendo a tal efecto deben tener capacidades suficientes tanto en términos cuantitativos (magnitud de las garantías) como en el alcance de los mismos (tipos de deuda y otros supuestos que pueden beneficiarse de su cobertura).

iii) La instrumentación de los vehículos de apoyo a la deuda bancaria y soberana debe articularse dentro de un esquema conducente a la unión bancaria y fiscal ya que la propia credibilidad de los mecanismos dependen de los compromisos políticos y de su soporte institucional.

## 2. La transición del FEEF al MEDE como elemento de referencia

Cuando la crisis de la deuda soberana se recrudeció en octubre de 2010, el Consejo de Europa acordó establecer un mecanismo de gestión de crisis permanente para salvaguardar la estabilidad financiera en la Eurozona en su conjunto, en sustitución de las soluciones temporales, como las ayudas y líneas de crédito a Grecia, o las instrumentadas para Irlanda y Portugal a través del entonces denominado Mecanismo de Estabilidad Financiera Europeo (MEFE). Hasta la fecha, el principal vehículo llamado a ser, en aquel momento, el soporte de la deuda soberana europea, era el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (FEEF). En aquel entonces se preveía sustituir estos mecanismos por una articulación única de protección para la deuda europea en torno al llamado Mecanismo de Estabilidad Europeo (MEDE) el 1 de julio 2013. En aquel momento, con el fin de limitar la responsabilidad potencial de los países de la Eurozona durante el período de transición, el total de los préstamos FEEF y del MEDE no podrían exceder de 500.000 millones de euros. La transición entre los diferentes vehículos financieros y sus principales características se muestran en el cuadro núm. 3.

Las urgencias posteriores han obligado a una revisión más acelerada de la FEEF y a una puesta en funcionamiento más prematura del MEDE (que aún se discute a julio de 2012). Para definir en qué medida la FEEF no puede cumplir con las premisas que se deben exigir a un mecanismo de soporte europeo y hasta qué punto el MEDE puede solventar estos problemas, resulta útil analizar algunas de las características problemas que ha enfrentado la FEEF.

La FEEF no ha sido solo un mecanismo financiero demasiado complejo sino que, además, ha incorporado algunos elementos contradictorios. De forma simple, la FEEF se compone de dos elementos: un vehículo especial de inversión (SPIV, *Special Purpose Investment Vehicle*) y un mecanismo de aseguramiento (garantía) de crédito. A primera vista, estos vehículos incorporaban algunas ventajas. La primera y más obvia es que se con-

templaba la posibilidad de que esta facilidad comprara deuda pública de entidades financieras en los mercados secundarios. Además, la FEEF no tenía por qué financiar a priori al SPIV ya que el SPIV concedería un préstamo al FEEF a cambio de los bonos que este emitiría y con un plazo más largo de devolución que el de los bonos. Precisamente, la diferencia en los plazos de devolución de los bonos y del préstamo haría que la FEEF pudiera comenzar a funcionar sin tener que desembolsar ninguna cantidad, sin pre-financiación. Evidentemente, esto requería inversores que financiaran el SPIV. Otra de las ventajas es que la FEEF, por definición, incluía condicionalidad en las compras de deuda y cada país tendrá que firmar un pliego de condiciones y metas fiscales para que sus entidades financieras y otras empresas puedan acudir a la FEEF. La tercera supuesta ventaja es que la FEEF podía dar mayor profundidad al mercado de aseguramiento de deuda, más allá de los *credit default swaps* (CDS). En este sentido, si la FEEF emitía un bono para cubrir algún tipo de deuda soberana europea, el bono iba acompañado de una garantía denominada certificado de protección parcial (PPC o *partial protection certificate*). Esto se suponía que podía permitir a los usuarios de la FEEF asegurar su deuda en un mercado bastante más amplio que el de los CDS.

Frente a estas ventajas del FEEF sin embargo, se revelaron un conjunto de desventajas tanto o más importantes. En primer lugar, la FEEF incorpora lo que se denomina «correlación circular», que lejos de resolver el bucle entre deuda soberana y bancaria, corría el riesgo de aumentarlo. Por ejemplo, si se baja el *rating* a un estado miembro de la FEEF, el propio vehículo sufriría con toda probabilidad una bajada de *rating*. Por otro lado, la complejidad de los instrumentos de la FEEF puede crear segmentación en el mercado porque junto al bono soberano y el PPC, el SPIV participaría también en la emisión con un certificado de participación, con su propia trancha (parte divisible) en el bono. Estos tres elementos pueden venderse por separado, lo que puede aportar liquidez pero también crear segmentos de mayor calidad que otros lo que, a la larga, hace que la FEEF tenga menos atractivo para los inversores.

Asimismo —y este ha sido uno de los argumentos definitivos que ha propiciado la transición desde la FEEF al MEDE, el SPIV puede canibalizar la deuda existente. En particular, los inversores podrían deshacerse de sus tenencias directas de deuda en cartera (*direct holdings*) para comprar la deuda garantizada en la FEEF lo que causaría una pérdida de valor de las tenencias directas, lo contrario a lo que se pretende. Finalmente, para que el SPIV funcione, debe tener inversores externos. Precisamente este ha sido uno de los empeños del Fondo Monetario Internacional en su apoyo a la FEEF desde 2010 pero con escaso éxito dadas las dificultades técnicas señaladas que mostraba este vehículo.

CUADRO NÚM. 3

**EVOLUCIÓN DE LOS MECANISMOS DE ASISTENCIA FINANCIERA PARA LOS PAÍSES DE LA EUROZONA**

	<i>PRÉSTAMOS INTERGUBERNAMENTALES A GRECIA</i>	<i>MECANISMO EUROPEO DE ESTABILIZACIÓN FINANCIERA (MEEF)</i>	<i>FACILIDAD EUROPEA DE ESTABILIDAD FINANCIERA (FEEF)</i>	<i>MECANISMO EUROPEO DE ESTABILIDAD (MEDE)</i>
Forma legal/institucional	Acuerdo intergubernamental.	Mecanismo de la UE.	Fondo participado.	Organización intergubernamental con capital de los estados miembros.
Estructura de capital	Ninguno, acuerdos bilaterales de préstamos de la Comisión Europea.	Garantizado por los países de la UE.	Garantizados y sobregarantizados por los países de la Eurozona.	(i) 80 mil millones de euros como capital pagado y (ii) 620 mil millones de euros de capital exigible (el pago de las cuotas iniciales por los países de la Eurozona que se hizo en la ficción he cuotas anuales del 20 por 100 del importe total). 550 billones de euros.
Capacidad de crédito	80 billones de euros.	(i) 60.000 millones de euros. (ii) 22.500 millones de euros para Irlanda. (iii) 26 billones para Portugal.	(i) 440 billones de euros. (ii) 17,7 billones de euros para Irlanda (más 4,8 billones de crédito bilateral). (iii) 26 billones para Portugal.	
Instrumentos	Préstamos.	Préstamos y línea de crédito.	Préstamos y compra de bonos en el mercado primario.	Préstamos y compra de bonos en el mercado primario.
Duración	Préstamos a devolver en siete años y medio después de la fecha de desembolso en 22 pagos trimestrales iguales.	Hasta finales de junio de 2013.	Hasta finales de junio de 2013. También se mantendrá en funcionamiento a partir de entonces hasta que todas las obligaciones pendientes deben pagarse.	Mecanismo permanente a partir de julio de 2013 en adelante.
Participación del BCE	Participa en el diseño y seguimiento del programa, y como agente de pago.	Participa en el diseño y seguimiento del programa, y como agente de pago.	Participa en el diseño y seguimiento del programa, y como agente de pago.	Participa en la realización de análisis de sostenibilidad de la deuda, el diseño y seguimiento del programa, y como agente de pago.
Principales órganos de decisión	Eurogrupo.	ECOFIN.	(i) Eurogrupo. (ii) Junta de Gobernadores de MEDE.	(i) Eurogrupo. (ii) Junta de Gobernadores de FEEF. (iii) Junta de Directores de MEDE.
Base legal de financiación	Decisiones a nivel intergubernamental y el artículo 136 del Tratado.	Artículo 122 del Tratado (de un Estado miembro frente a «acontecimientos excepcionales que escapan a su control»).	Decisiones a nivel intergubernamental.	Tratado intergubernamental relacionado con el artículo 136 del Tratado modificado.
Condicionidad	Artículos 126 y 136 del Tratado.	Decisión del Consejo de Europa en base a la Regulación del MEEF.	Acuerdo Marco FEEF mediante referencias cruzadas con el Memorando de Entendimiento y de la Decisión del Consejo de Europa.	Decisión del Consejo de Europa sobre la base de la regulación en virtud del artículo 136 del Tratado (de próxima publicación).

Fuentes: Banco Central Europeo. Elaboración propia.

### 3. Las ventajas del MEDE y los avances recientes

El MEDE se crea para proporcionar asistencia financiera, sujeta a condiciones estrictas, a los países en la Eurozona que experimentan graves dificultades de financiación. Al igual que con la FEEF, esta ayuda se articula predominantemente en forma de préstamos, condicionados a un acuerdo y el cumplimiento de un estricto programa de ajuste macroeconómico pero como diferencia fundamental frente a la FEEF, el MEDE se constituye con aportaciones de capital de los estados miembros.

Otra característica propia y muy importante del MEDE es que tiene la opción de comprar deuda soberana en el mercado primario. En tales casos, el MEDE podría, por ejemplo, actuar como un centro de respaldo, absorbiendo porciones de ofertas primarias que no son absorbidos por los agentes privados. Tal estrategia podría ayudar al país en cuestión para recuperar o impulsar su acceso a la financiación del mercado. Las condiciones y modalidades bajo las cuales las compras de bonos se llevarían a cabo se concretarán en los términos y condiciones de la asistencia financiera para el país beneficiario, aunque todos los casos estarían sujetos a la condicionalidad macroeconómica. El MEDE tendrá un capital total suscrito de 700 mil millones de euros, de los cuales 80.000 millones de euros será el capital desembolsado, y 620.000 millones de euros es el capital exigible a sus miembros en caso de necesidad. Esta estructura de capital se ha puesto en marcha para garantizar la máxima calificación crediticia posible. En el caso de la FEEF, la dependencia de inversores externos para la financiación del mecanismo lastraba en varios aspectos –como se indicó anteriormente– la reputación y profundidad del mismo. El diseño de la estructura de capital de la MEDE debe contribuir a su robustez y establecer los incentivos adecuados para los países en la Eurozona. En primer lugar, el capital desembolsado en el MEDE hace menos vulnerables a los «riesgos de la migración» (es decir, el riesgo que emana de rebajas potenciales de las calificaciones crediticias de los distintos países de la Eurozona) que en el fondo de rescate, lo que significa que las calificaciones de crédito soberano jugará un papel menor en la calificación global de la MEDE. En segundo lugar, el uso de capital exigible, además de garantías permite una mayor flexibilidad. Por ejemplo, el MEDE puede decidir por mayoría simple de su consejo sus actuaciones.

El hecho de que el MEDE también puede recurrir a compras en el mercado primario de bonos como parte de su estrategia general del programa de apoyo al ajuste macroeconómico, es solo una solución parcial. Dado que la evolución en el mercado primario de bonos del gobierno depende críticamente de la evolución en el mercado secundario (a través de los canales de liquidez y precio), la MEDE tiene también potencialmente la

capacidad de intervenir en mercados secundarios de deuda pública con el fin de manera efectiva combatir el contagio en situaciones de aguda inestabilidad de los mercados. La forma y profundidad con la que el MEDE puede actuar en los mercados secundarios –entre otras cosas para mitigar el riesgo soberano de algunos estados miembros– es uno de los elementos que actualmente se discuten, precisamente tras la cumbre europea del 28 y 29 de junio de 2012. Tres elementos resultan fundamentales en este punto, entre otros especialmente para España:

– Las capacidades del MEDE se extienden para establecer ayudas al sector bancario sin intermediación de los estados miembros en los que operan estas entidades financieras y, por lo tanto, sin incrementar la deuda pública.

– La ayuda contingente para la recapitalización bancaria en España el carácter de deuda sénior frente a la deuda pública española. Esto reduce el riesgo de retroalimentación entre riesgo soberano y bancario, al no establecerse subordinación de la deuda soberana por la ayuda pública recibida por el sector bancario.

– A la entrega a edición de este artículo se discute el modo en que la FEEF y el MEDE podrían actuar en mercados secundarios para comprar deuda soberana.

### V. A MODO DE CONCLUSIÓN: MECANISMOS DE SOPORTE DENTRO DE UNA UNIÓN BANCARIA Y FISCAL

En este artículo se ha mostrado cómo la interacción entre riesgo soberano y riesgo bancario puede exacerbarse en tiempos de inestabilidad financiera cuando no se cuenta con mecanismos de apoyo y garantía adecuados para ambos tipos de riesgos. La propia transición de los mecanismos de apoyo que se han ido instrumentando en la Eurozona en los últimos años es la evidencia de un aprendizaje a medida que las deficiencias de soluciones parciales se hacían más evidentes. En este sentido, el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE) se ha configurado como la solución más completa hasta este momento, si bien su efectividad solo podrá evaluarse con el tiempo.

En todo caso, el MEDE puede ser considerado también como un elemento parcial en la medida en que su efectividad dependerá de que se convierta en un ingrediente de un marco sólido de unión bancaria y fiscal en la Eurozona. Como se ha mostrado en este artículo, cada vehículo de apoyo a la deuda soberana y al sector bancario entraña una condicionalidad también bancaria y fiscal y, por lo tanto, ambos aspectos deben englobarse en un marco común en la Eurozona para que las garantías de apoyo común sean realmente efectivas.

Es importante también considerar en este punto que ni el MEDE ni ningún instrumento de apoyo financiero europeo puede configurarse como una solución única. El soporte institucional común que puede ofrecer el MEDE puede reducir el componente especulativo que afecta al riesgo soberano y reducir parte de su transmisión al sector bancario pero el desarrollo de medidas de consolidación fiscal –con la pertinente cesión de soberanía– constituyen un ingrediente esencial para completar la resolución de la crisis soberana.

En todo caso, dado que en este artículo se presta especial atención a los aspectos bancarios, cabe hacer especial hincapié en los principales avances recientes hacia la unión bancaria en la Eurozona. En particular, el 6 de junio de 2012, el Comisario de Mercado Interior de la Unión Europea, Michel Barnier, presentó un proyecto para una regulación europea sobre rescate y mecanismos de resolución de bancos. La propuesta contiene elementos de diagnóstico y de resolución que darán lugar a un debate intenso pero que constituye la semilla de ese proyecto de unión bancaria. En este sentido, hay cuestiones que son fundamentales en esta propuesta entre las que conviene señalar que se propugne un fondo de garantía de depósitos común, un fondo de resolución –que aportarían los propios bancos– y la necesidad de promover fusiones transfronterizas para resolver problemas bancarios específicos de un país. Se trata del comienzo y existe una amplia labor legal e institucional por delante pero cada avance constituirá, como se explicó al principio de este artículo, la mejor señal que se puede emitir al mercado para reducir la incertidumbre.

#### NOTAS

(\*) Universidad de Granada y Funcas.

#### BIBLIOGRAFÍA

Acharya, V.V., I. Drechsler y P. Schnabl (2011), «A Pyrrhic Victory? - Bank Bailouts and Sovereign Credit Risk», *NBER Working Papers* 17136

Alter, A. y Y. S. Schüller (2011), «Credit Spread Interdependencies of European States and Banks during the Financial Crisis», *Working Paper Series of the Department of Economics, University of Konstanz* 2011-24, Department of Economics, University of Konstanz.

Banco de Pagos Internacionales (2011): «The impact of sovereign credit risk on bank funding conditions», *CGFS Papers* 43

Schich, S. y S. Lindh (2012): «Implicit Guarantees for Bank Debt: Where Do We Stand?», *Financial Market Trends*, OCDE, 2012-1: 1, 22.

Dieckmann, S. y T. Plank (2012): «Default risk of advanced economies: An empirical analysis of credit default swaps during the financial crisis», *Review of Finance*, en prensa.

Gerlach S., A.Schulz y G.B.Wolff (2010): «Banking and Sovereign Risk in the euro area», *CEPR DP* 7833

Gray D. F., Merton, R.C. y Z. Bodie (2008) «New Framework for Measuring and Managing Macrofinancial Risk and Financial Stability», mimeo.

Gray D. F., (2009): «Modeling Financial Crises and Sovereign Risks», *Annual Review of Financial Economics* 1: 117-144

Mody A. (2009): «From Bear Stearns to Anglo Irish: How Eurozone Sovereign Spreads Related to Financial Sector Vulnerability», *Working Papers* 09/108, Fondo Monetario Internacional.

Mody A. y S. Damiano (2011): «The Eurozone Crisis: How Banks and Sovereigns Came to be Joined at the Hip», WP/11/269, Fondo Monetario Internacional.

Pisani-Ferry, J. (2012): «The euro area crisis and the new impossible trinity», *Bruegel Policy Contribution* 2012/01

Reinhart C.M. and K.S. Rogoff (2009): «The Aftermath of Financial Crises», *American Economic Review* 99: 466-72.

Wolff G.B. (2011), «Is recent bank stress really driven by the sovereign debt crisis?», *Bruegel Policy Contribution* 2011/12

# Los efectos del riesgo soberano sobre la deuda pública

Víctor Gonzalo (\*)

## I. INTRODUCCIÓN: LA CRISIS DE LA DEUDA SOBERANA ESPAÑOLA

Desde finales de 2009, tras el conocimiento de graves desequilibrios en las cuentas públicas griegas y de su sistemático ocultamiento por sucesivos gobiernos, buena parte de la tensión sobre los mercados financieros se ha concentrado en los mercados de deuda soberana de la periferia de la Unión Monetaria (Grecia, Portugal, Irlanda, España, Italia, Chipre), con ciertos episodios de tensión en países centrales (Bélgica, Francia). En la fase de los problemas con la deuda soberana, la crisis financiera está experimentando, no obstante, una evolución más lenta que en el episodio *subprime*, pero, no por ello menos inexorable. Desde la relevación de los problemas griegos, con el cierre progresivo de los mercados de bonos para los emisores periféricos, se han sucedido los rescates a Grecia, Irlanda y Portugal, la reestructuración de la deuda y el segundo rescate griego. Con el deterioro de los mercados de deuda pública, y ante las evidencias de la necesidad de recapitalizar el sector bancario español, a finales de mayo pasado, se solicitó por el Gobierno español el apoyo de fondos europeos para el saneamiento bancario. En todos los casos anteriores, la solicitud de rescate ha desencadenado un cierre completo de los mercados primarios de deuda para los países afectados, salvo para emisiones a muy corto plazo. Difícilmente la situación evolucionará de manera diferente en el caso español.

En los tres años desde que se constataron los problemas de las finanzas públicas griegas, las respuestas políticas a los problemas han sido, inicialmente, locales, y por tanto ineficientes e insuficientes; después de alcance europeo, basados en acuerdos con UE y FMI, pero descoordinadas e imperfectas en sus supuestos económicos y financieros. A los planes económicos que acompañaron los rescates, cabe calificarlos de carentes de sentido de la realidad. También carecían de visión financiera, al prever el retorno de los emisores

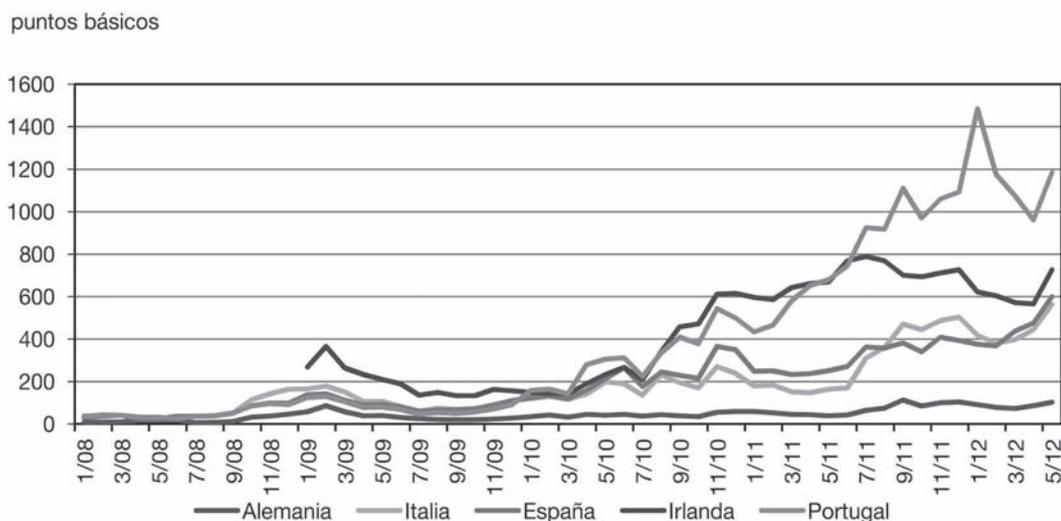
rescatados a los mercados de deuda. Por último, la acción de la Troika (Comisión Europea, BCE y FMI) no ha impedido la contaminación de los problemas a cada vez más países de la eurozona.

A lo largo de cinco años de problemas financieros a escala global, incluso las previsiones más pesimistas de autoridades y participantes en los mercados han quedado desbordadas por la realidad, incapaces de captar las fuertes dependencias entre el sistema financiero, la banca y los emisores soberanos. La situación que vivimos hoy, en la que el contagio alcanza ya plenamente a la deuda soberana española, sigue sin ser el estado estacionario, pues el peligro de contagio más allá de nuestro país, es evidente. Como muestra de ello, baste observar la evolución de los algunos CDS (1) soberanos en Europa (gráfico 1).

De la evolución del riesgo de impago percibido por los inversores que se desprende de los CDS, a diferencia de lo que se podría detectar en otros indicadores como la prima de riesgo respecto al bono alemán, destaca:

- La generalización de la percepción del riesgo soberano, pues incluso en el caso de Alemania (o Francia, no reflejada en el gráfico), los mercados asignan una probabilidad nada despreciable al impago.
- El contagio, pues más allá del deterioro con ocasión de los rescates, el riesgo percibido ha venido aumentando desde los inicios de la crisis financiera.
- La irreversibilidad, con ausencia de mejoras en la percepción de riesgo en todos los casos, salvo, transitoriamente en el caso irlandés.
- La nula, o al menos muy escasa influencia de la mejoría en disponibilidad de liquidez (por ejemplo, LTRO del BCE).

GRÁFICO 1  
CDS DE EMISORES SOBERANOS



Fuente: Bloomberg.

En este artículo repasamos la percepción de los mercados que ha llevado la actual situación en los mercados de deuda soberana española, para centrarnos después en aspectos del funcionamiento, o malfuncionamiento, de los mercados que explican la tensión en los precios de los bonos españoles y repasar, por último, cómo hasta ahora la economía española ha podido solucionar la situación de cierre en los mercados y qué soluciones se precisarían para este problema.

## II. LA PERCEPCIÓN POR PARTE DE LOS MERCADOS

Incluso sin deterioro adicional experimentado en junio de 2012, la situación económica y financiera es suficientemente delicada para justificar el escepticismo

CUADRO NÚM. 1

### CALIFICACIONES CREDITICIAS OTORGADAS AL REINO DE ESPAÑA

<i>Rating Moody's deuda largo plazo</i>	
13/12/2001	Aaa
30/09/2010	Aa1
10/03/2011	Aa2
18/03/2011	A1
13/02/2012	A3
13/06/2012	Baa3

Fuente: Elaboración propia.

de los mercados sobre nuestra solvencia. Como muestra del estado de opinión sobre dicha solvencia, podemos seguir el historial de las calificaciones crediticias otorgadas al Reino de España a lo largo de la crisis financiera (cuadro núm. 1) para recordar los cambios de percepción por parte de los mercados sobre la solvencia de nuestro país.

Aunque la capacidad de anticipación a los problemas de solvencia por parte de las agencias de calificación sea muy cuestionable, no cabe duda de que sí son buenos intérpretes del sentimiento de los mercados financieros. Respecto al Reino de España el deterioro de nuestra calidad crediticia y la situación actual de rating y cotizaciones se justifica por:

- El fuerte impacto de la crisis económica en los ingresos públicos, que significa una caída permanente de la recaudación de las AA.PP. españolas. La caída de recaudación de las AA.PP. desde su pico es superior a 5 pp del PIB, aun con las modificaciones de impuestos dirigidas a aumentar la recaudación. Difícilmente puede revertirse esta situación en un contexto de ajuste del gasto público y del gasto privado.

- El elevado grado de inercia del gasto público, en todas las administraciones, pero especialmente en las más volcadas en la prestación de servicios sociales (por ejemplo, sanidad y educación por las CC.AA.), y el retraso en los ajustes.

- Dudas sobre la dinámica del endeudamiento ante la insuficiencia del ahorro interno, el bajo potencial de

crecimiento, una vez agotado el boom de la construcción, los elevados tipos de interés reales, y déficit primario. No es un asunto de deuda pública únicamente, si medimos el endeudamiento neto de la economía española, lo situamos en torno al 90 por 100 del PIB, comparable con el 100-105 por 100 de Grecia, Irlanda o Portugal, y muy superior al 10-20 por 100 de los países desarrollados más endeudados (Italia, Reino Unido, EE. UU.).

— Numerosas evidencias de descontrol y mal gobierno en las finanzas públicas: i) incumplimiento de objetivos presupuestarios, ii) ausencia de control sobre las finanzas de las administraciones regionales y locales, iii) ocultamiento de deudas (proveedores) y déficit, y, con base en las noticias transmitidas por los medios de prensa internacional, iv) impresión generalizada de despilfarro, y de solapamientos y conflictos entre administraciones.

— Percepción de la existencia de un voluminoso *stock* deuda contingente para la administración pública española: avales a bancos, garantía de depósitos bancarios de entidades fuertemente apalancadas, compromisos por pensiones, prestaciones por desempleo para un, todavía significativo, flujo esperado de desempleados, déficit tarifario, primas de producción a renovables, facturas por reconocer, etcétera.

— Reforma financiera por concluir, tras tres años desde sus pasos iniciales, y en la que, independientemente de la cifra que estimada por cualquier evaluación independiente (70 mM de euros), el principal problema radica en la incertidumbre sobre el monto de la pérdida por reconocer y la viabilidad económica de las entidades resultantes. Pese a los reiterados mensajes de los responsables económicos, se considera de manera generalizada que finalmente la deuda se asumirá el Estado y los contribuyentes.

— Malas perspectivas de crecimiento económico durante un periodo prolongado ante: i) dinámica de desapalancamiento del sector privado, ii) incapacidad del sistema bancario para generar nuevo *stock* de crédito, y iii) ajuste por llegar al gasto público y aumentos adicionales de la presión fiscal.

— Vulnerabilidad de la economía a cualquier tipo de contagio real o financiero ante la frágil situación de nuestras condiciones de financiación

Aunque se tratará más adelante, no está claro, siquiera, que el potencial respaldo que pudieran proporcionar las instituciones europeas (EFSF, ESM ó BCE) o multilaterales (FMI) en una operación de rescate, sea positivo desde el punto de vista de la solvencia, al subordinar los pagos de la deuda a los del apoyo concedido.

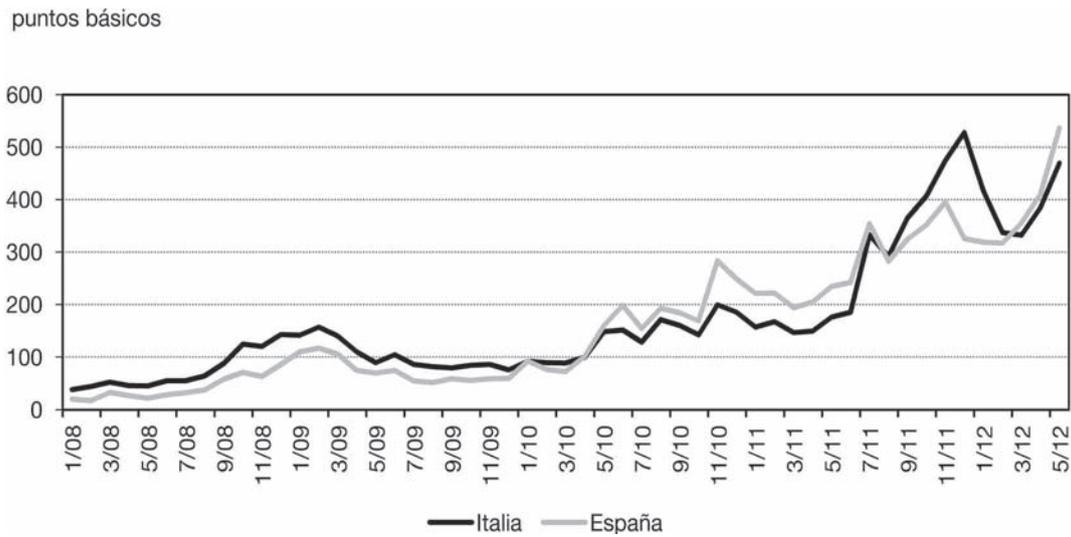
### III. MERCADOS DE DEUDA: PRECIOS BAJOS Y RIESGOS ALTOS

El correcto funcionamiento de los mercados de deuda soberana exige un funcionamiento fluido de la financiación de las posiciones en tales activos por parte de las entidades bancarias (creadores de mercado, grandes intermediarios, entidades con posiciones estructurales). Cuando nos referimos a la fluidez de la financiación en este ámbito, queremos significar tanto la disponibilidad de fondos, abundantes, como de capital regulatorio, ante el nulo consumo de las posiciones en deuda soberana. La fluidez de la financiación, en sus vertientes de fondeo y capitalización, se ha venido cumpliendo en los mercados de deuda española desde sus orígenes en los años ochenta, con el desarrollo de los mercados de contado, de repos y de derivados y la adopción de reglas de capitalización bancaria del Acuerdo de Capitales de Basilea. Incluso en momentos de tensión sobre los activos españoles y elevado riesgo de precio, por ejemplo, a mediados de los noventa, el problema de financiación de los títulos de deuda pública española resultaba secundario. En la actualidad, esto no es así para los títulos soberanos españoles. Por un lado, los mercados interbancarios (depósitos, repos) del euro no están funcionando correctamente. Por otro, incluso la deuda pública del Tesoro se percibe como un activo arriesgado para las posiciones bancarias, como quedó de manifiesto en el ejercicio de stress planteado en 2011 por la EBA.

Asimismo, una de las consecuencias de la crisis financiera internacional en el área del euro ha sido la «renacionalización» de la intermediación financiera (*home bias*). Dicho proceso se agudizó en los problemas bancarios de 2007 y 2008 (Northern Rock, Bearn Stearns, Lehman Brothers, etc.) llegando a cerrar completamente las transacciones interbancarias internacionales en euros, dólares. Durante un tiempo, los mercados de repos organizados en contrapartidas centrales (LCH, Meffclear o Eurex para activos de alta calidad crediticia en euros) solventaron una parte de la financiación de posiciones de deuda soberana pero, a medida que avanzaba 2011, las líneas disponibles para las entidades se iban reduciendo, se restringía el papel aceptado como colateral a las referencias más líquidas de España e Italia y se elevaban los recortes aplicados sobre dicho papel. Tanto la renacionalización de las actividades en los mercados de deuda como las dificultades de financiación de las posiciones, se acaban traduciendo en una situación de rigidez de la demanda de deuda pública y por tanto, en una muy elevada sensibilidad del precio de equilibrio a las condiciones de oferta en el mercado (rigidez de la demanda), como se puede apreciar en los gráficos 2 y 3.

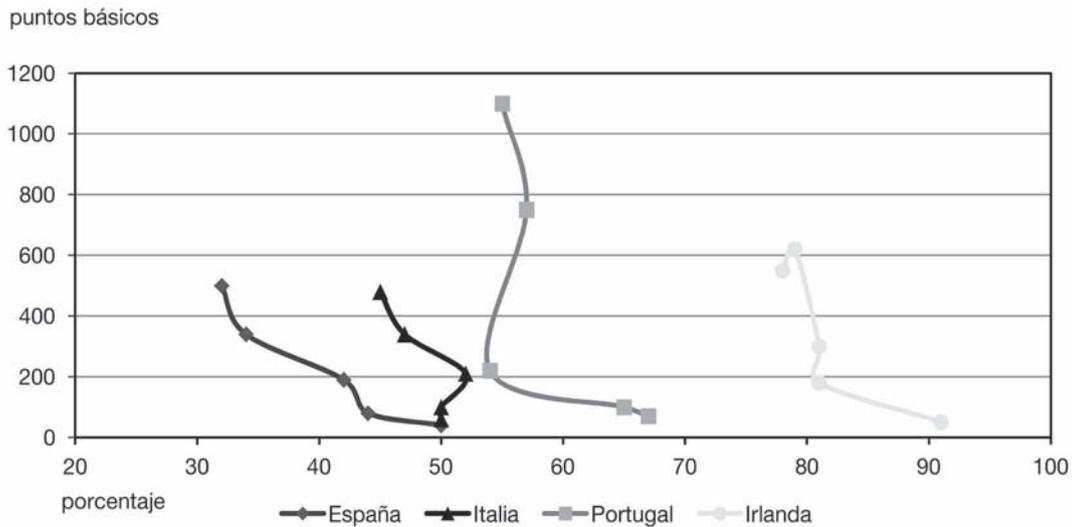
El sesgo hacia una tenencia de deuda pública concentrada en residentes agudiza la sensibilidad de tipo

GRÁFICO 2  
DIFERENCIAL BONO A 10 AÑOS



Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 3  
EVOLUCIÓN TEMPORAL (2008-2012) DE LA PRIMA DE RIESGO FRENTE A ALEMANIA (ORDENADAS)  
VS. PORCENTAJE DE DEUDA EN PODER DE NO RESIDENTES

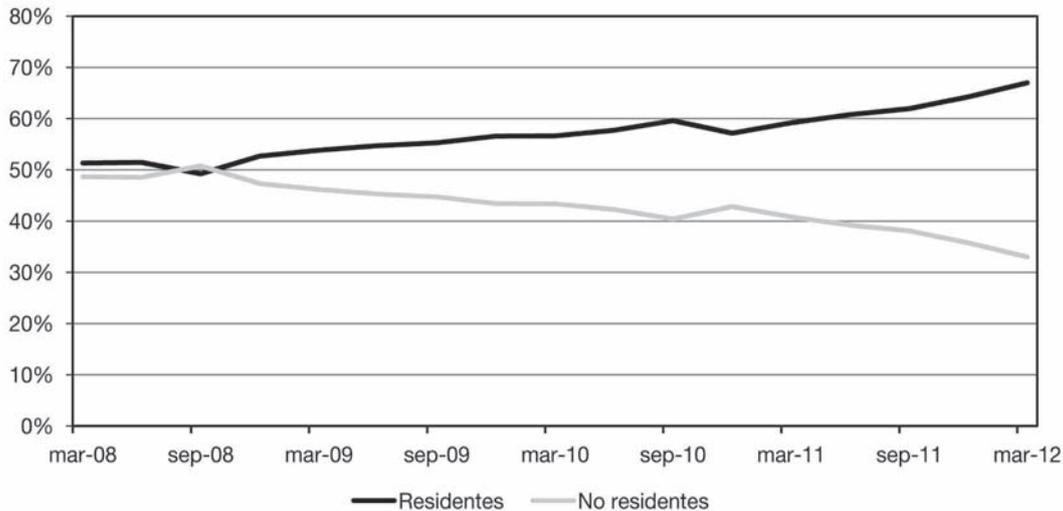


Fuentes: Bloomberg y Bancos Centrales.

de interés de equilibrio ante cambios en la oferta, como se aprecia en la repuesta cada vez más aguda de la prima de riesgo ante la disminución de posiciones de no residentes en distintos bonos soberanos del sur de Europa e Irlanda. En un entorno de dificultades hacia la financiación, los movimientos de la prima de riesgo son muy intensos en respuesta a cualquier novedad, generando situaciones con mercados coyunturalmente caracterizados por muy escasos volúmenes de negociación y amplios rangos *bid-ask*. Por otro lado, la tolerancia a la pérdida por parte de inversores institucio-

nales es en la actualidad muy reducida, tras cinco años de malas experiencias financieras, limitando todavía más el apetito de los inversores por la deuda soberana española. Así, en el mercado de deuda pública española se ha verificado un proceso de ventas por parte de no residentes, que asimismo han desaparecido mayoritariamente de las subastas. Este proceso se constató, lentamente, hasta noviembre de 2011. Los precios de deuda dejaron de deteriorarse ante la masiva demanda de residentes generada con las dos subastas de fondos a tres años del BCE (LTRO) en noviembre de 2011 y

GRÁFICO 4  
TENENCIAS DE DEUDA DEL TESORO ESPAÑOL



Fuente: Banco de España.

febrero de 2012. Sin embargo, finalizado el espejismo de las LTRO, el movimiento de fondo en el mercado de deuda sigue estando dominado por la salida de posiciones por parte de los no residentes, agudizado, si cabe, con el anuncio de solicitud de fondos europeos por parte del Gobierno español para el saneamiento bancario en junio de 2012.

Con todo, la situación de la deuda del Tesoro español es radicalmente mejor que la de cualquier otro emisor español: ICO, CC.AA., ayuntamientos, bancos, empresas no financieras. Estos emisores padecieron desde 2010 el cierre casi absoluto de la demanda de títulos, en una situación en la que solo el Tesoro conseguía importes relevantes en el primario. Las dos rondas de LTRO, noviembre de 2011 y febrero de 2012, abrieron una ventana de emisión que, en ausencia de flujos adicionales de financiación del BCE fue transitoria.

Así, hasta finales de mayo, el Tesoro había colocado más de 50 mM de euros, frente a un objetivo de casi 86 mM. En el conjunto del año, las proyecciones del Ministerio de Economía reflejaban un aumento del *stock* de deuda pública de más de 11 pp del PIB, del 68.5 por 100 al 79.7 por 100. Estas cifras incluían emisiones del Tesoro, del Fondo de Proveedores, ICO, CCAA y FADE, entre otros, pero no incluían provisiones relativas a la nueva ronda de apoyos al saneamiento de bancario. En cualquier caso, gran parte de los las nuevas emisiones ya se habían colocado, pero habida cuenta de la tensión vivida en el mes de julio, tras el anuncio de la solicitud de apoyo para la recapitalización bancaria por parte del Gobierno, podemos augurar el mantenimiento de fuertes tensiones en las rentabilidades de la deuda pública española.

#### IV. LA NECESIDAD DE UNA SOLUCIÓN COOPERATIVA

Como se comentaba anteriormente, la respuesta europea a los problemas del mercado de bonos soberanos ha sido tibia y descoordinada. La práctica totalidad de los recursos han sido canalizados por el BCE, bien mediante adquisiciones en los mercados secundarios de deuda, *Securities Market Programme* (SMP, vigente desde mayo de 2010, hasta un importe total de 210 mM de euros en 6/2012), bien proporcionando liquidez a la banca, desde 11/2011 en operaciones hasta tres años (LTRO). En todos los casos, la estrategia del BCE ha sido reactiva y, probablemente insuficiente.

El rescate a Grecia se improvisó con aportaciones de los estados de la eurozona y el FMI, mientras que en los rescates irlandés y portugués participó en Fondo de Estabilidad (EFSF), con apoyos puntuales de otros países de la UE (cuadro núm. 2).

Ninguna de estas soluciones tuvo vocación de permanencia y, como mecanismo de resolución, difícilmente alcanzan en su diseño actual (EFSF) o previsto (ESM). En cada uno de los rescates realizados, el planteamiento consideró la vuelta a los mercados de los emisores rescatados, en plazos de emisión e importes relevantes, en un periodo relativamente corto. Dicho supuesto distaba mucho de ser realista ni razonable.

En el caso español, pendientes de las condiciones que revestirá el apoyo a la recapitalización bancaria, las opciones, con los instrumentos disponibles, son todavía más limitadas, ante el tamaño de nuestra economía y las previsibles necesidades de refinanciación.

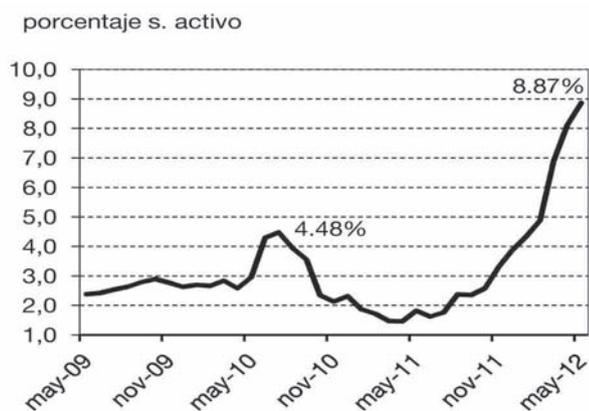
CUADRO NÚM. 2  
**APORTACIONES PARA LOS RESCATES DE GRECIA,  
IRLANDA Y PORTUGAL**

mM €			
Grecia		Irlanda	Portugal
Primer rescate	Segundo rescate		
may-10	oct-11	nov-10	may-11
110	130	85	78

Fuente: Elaboración propia.

En ausencia de mercados que canalicen adecuadamente los flujos de financiación, nuestra economía está sustituyendo financiación internacional privada por financiación del BCE. Teniendo en cuenta la retirada de los inversores no residentes incluso de las posiciones de deuda pública, y a pesar de una situación de equilibrio en la cuenta corriente, la única forma viable de

GRÁFICO 5  
**APELACIÓN DE LA BANCA ESPAÑOLA A LAS  
FACILIDADES DE FINANCIACIÓN DEL BCE**



Fuente: Banco de España.

financiación es el canal bancario hacia el descuento en el BCE. Como muestra el gráfico 5, dicha fuente de financiación alcanza casi el 9 por 100 del total del activo bancario español (324 mM de euros).

## V. CONCLUSIONES

Este estado de la situación, en la que la única vía para la refinanciación de nuestra economía es el BCE, dista mucho de ser la mejor solución y entra en abierta contradicción con los objetivos que alentaban el proyecto del euro, pero en ausencia de una integración más intensa son la única vía de salida para la financiación. En este sentido, y aunque no haya garantía siquiera para que sea una solución inmediata a los problemas de financiación, se requeriría instrumentar mecanismos comunes en la eurozona para el acceso a mercado por parte de los emisores soberanos afectados por el cierre de los mercados.

Evidentemente, la estructuración de tales vehículos choca frontalmente con las posibilidades de los tratados europeos y la renuencia de los países centrales a compartir riesgos. Probablemente, la condición necesaria sea una importante la renuncia a la soberanía fiscal de los estados, e incluso, más allá, al mantenimiento de fuertes desequilibrios por cuenta corriente en las distintas jurisdicciones que componen el euro. Con ello, debería redefinirse el papel del BCE, y su papel central en la financiación de las economías en problemas, para evitar que siga siendo el canal residual de solución de problemas.

## NOTAS

(\*) Intermoney.

(1) Credit Default Swaps (CDS): primas anuales por protección frente al impago del emisor soberano, contratadas por un periodo de cinco años

# Los efectos del riesgo soberano sobre la deuda privada

Antonio del Pino Rodríguez

## I. INTRODUCCIÓN

La recesión económica, en conjunción con la crisis financiera que algunos países desarrollados están sufriendo en los últimos tiempos, está contribuyendo a un mayor deterioro de las finanzas públicas, y por tanto, a una mayor dificultad para resolver la crisis de la deuda. En este sentido, en Europa nos enfrentamos a un círculo vicioso que parece difícil de romper: el compuesto por riesgo soberano-riesgo financiero-riesgo macroeconómico.

Efectivamente, para poder atajar la crisis de la deuda soberana, las instancias comunitarias están exigiendo a los países con un deterioro mayor en sus cuentas públicas un ajuste presupuestario muy fuerte. Sin embargo, algunos expertos han alertado de los eventuales efectos procíclicos de tal medida en un escenario de recesión macro: los efectos de un ajuste presupuestario muy fuerte podrían tener efectos depresivos, ya que el temor a la recesión subsiguiente genera dudas sobre la sostenibilidad de la deuda. Pero es que si los estados no llevan a cabo medidas de austeridad, la deuda pública también podría terminar siendo insostenible. ¿Cómo abordar, entonces, este reto? En Europa parece necesario avanzar en tres frentes de forma simultánea: primero, en los países más acuciados por la crisis, implementar las consabidas reformas estructurales para aumentar la flexibilidad de sus economías, y caminar hacia la consolidación de las cuentas públicas para soslayar el desafío que supondría la insostenibilidad de la deuda; segundo, es necesario que los países del euro que gozan de mayor salud se comporten como la locomotora de toda la eurozona (de lo contrario los esfuerzos de los países periféricos podrían resultar baldíos); por último, es indispensable apostar por una mayor convergencia de los presupuestos nacionales, acompañada por una mayor cesión de soberanía a las instituciones europeas, con el objetivo de permitir la necesaria coordinación entre la política monetaria y la presupuestaria.

Tradicionalmente se interpretaba que los títulos de deuda pública fijaban el «suelo» del coste de la inversión. La razón para pensarlo era que política presupuestaria y monetaria tenían el mismo ciclo económico como punto de referencia y el mismo ámbito de aplicación. De algún modo, existía la presunción de que, en casos de dificultades presupuestarias, los bancos centrales apoyarían las cuentas públicas, lo que contribuía a pensar que efectivamente, la deuda soberana estaba libre de riesgo. Sin embargo, en la Europa del euro la política monetaria es independiente de las políticas presupuestarias nacionales, lo que en última instancia, contribuye a generar dudas sobre la sostenibilidad de las cuentas de los estados, en escenarios recesivos como el actual. El resultado es que el paradigma de que la deuda pública se caracteriza por ser libre de riesgo, ha cambiado.

En este escenario, el sistema financiero europeo, que está haciendo esfuerzos para recapitalizarse de acuerdo con la nueva normativa de capital de Basilea III, adolece todavía, en cierta medida, del empacho de endeudamiento de la última década, debilidad especialmente patente en los países en que ha estallado la burbuja inmobiliaria. La consecuencia es una fuerte restricción del crédito que, a pesar de los programas de apoyo (bien de gobiernos, bien de bancos centrales), contribuye a ahondar en la recesión económica. En este sentido, se prevé que el deterioro de las cuentas públicas en los países avanzados se verá acentuado en los años venideros por el envejecimiento progresivo de la población, y con ello, por las mayores necesidades del sistema sanitario.

En definitiva, en Europa el aumento la desconfianza en torno a la deuda pública está generando gran inestabilidad en los mercados, que se está traduciendo en una manifiesta dificultad para que los bancos obtengan nueva financiación. El objetivo de este trabajo, por tanto, es analizar la interconexión entre riesgo público

y riesgo financiero en los últimos años, a través del siguiente esquema: en primer lugar, dada la complejidad y heterogeneidad que caracteriza al mundo de la deuda privada, es interesante detenernos para delimitar conceptualmente los instrumentos que forman parte de este universo; en segundo lugar veremos los últimos desarrollos de los mercados de deuda privada europea; en tercer lugar, realizaremos el mismo estudio respecto del mercado español; y por último, extraeremos las principales conclusiones de estas evidencias.

## II. DELIMITACIÓN CONCEPTUAL

### 1. Concepto y características de los títulos de deuda privada

La deuda es una categoría que engloba un conjunto heterogéneo de instrumentos financieros cuyos principios generales se derivan de la teoría general de los títulos-valores. Un título-valor se podría definir como «el documento esencialmente transmisible necesario para ejercitar el derecho literal y autónomo en él mencionado» (Sánchez Calero, 2010). Se trata, por tanto, de la incorporación de un derecho a un documento, cuyo ejercicio corresponde a su legítimo poseedor y para lo cual es indispensable su presentación o exhibición. De forma simultánea, y según consta en el propio documento, ese derecho se corresponde con una obligación para el emisor, de la que se libera al pagar a la persona que ostenta el título. Como consecuencia de la sofisticación de la actividad económica y de la incorporación de las nuevas tecnologías, los documentos utilizados antaño se han sustituido por anotaciones en cuenta, que simplifican y agilizan notablemente la transmisión de los derechos, algo que queda patente en los mercados financieros. Por otra parte, los títulos-valores tienen la capacidad de facilitar la transferencia del crédito desde los agentes con exceso de financiación hacia aquellos con necesidad de la misma, que es precisamente la función del sistema financiero.

En cuanto a las características del derecho en cuestión, cabría señalar que: normalmente entraña la pretensión de una prestación dineraria (es decir, es un derecho de crédito); sus elementos esenciales vienen determinados por los términos en que está redactado el título (literalidad); y su ejercicio y transmisión son inherentes al título, independientemente del derecho que ostentan los anteriores tenedores (es un derecho autónomo).

Teniendo en cuenta la clasificación que puede realizarse de los títulos-valores, los instrumentos que entran en la categoría de deuda normalmente serán, sin ánimo exhaustivo: «constitutivos», ya que su emisión hace nacer el derecho que se incorpora en el título (frente a los «declarativos», que incorporan un derecho que ha nacido con anterioridad a la emisión del título);

«emitidos en serie» (frente a los emitidos individualmente, como por ejemplo, un cheque); «cambiarlos», al incorporar un derecho de crédito de carácter pecuniario (frente a los «de participación», que confieren a su poseedor legítimo una determinada posición en el ámbito de una organización social, y a los «de tradición», que atribuyen a su poseedor el derecho a la entrega de unas determinadas mercancías); y «al portador», ya que legitiman a su poseedor como titular del derecho incorporado al documento (frente a los «nominativos», que designan como titular a una persona determinada).

Pues bien, a la luz de los elementos esenciales de los valores de deuda o renta fija (1) desde un punto de vista general, se podrían definir como los títulos que representan «la parte alícuota de un crédito contra la entidad emisora, que dan lugar al pago de unos intereses y cuya cuantía se determina en el momento de la emisión» (Parejo Gámir *et al*, 2007). Por otra parte, la clasificación entre deuda pública y privada obedece a la naturaleza jurídica del emisor. En este sentido, los más importantes emisores de deuda privada son las entidades de crédito y las sociedades anónimas cotizadas. Dentro de la categoría general de «deuda privada» (2) suele incluirse una multitud de títulos muy heterogéneos, que pasamos a ver a continuación.

#### 1.1. Deuda no asegurada

La deuda no asegurada (*senior* o subordinada, en función del lugar que ocupe en la cadena de prelación de crédito) es un instrumento utilizado tanto por entidades financieras como no financieras, y que es parte esencial en el seno de los recursos ajenos del balance, si bien es cierto que en los últimos tiempos ha languidecido en cierta medida en los estados más perjudicados por la crisis de la deuda pública como veremos más adelante. Tras el desencadenamiento de la crisis, para facilitar el acceso de las entidades financieras a los mercados, los gobiernos comenzaron a avalar esta categoría de deuda desde finales del 2008, dando lugar a los *Government Guaranteed Bonds* o GGB.

#### 1.2. Covered bonds

Los *covered bonds* (3) («bonos cubiertos», en sentido literal del término), emitidos por entidades financieras, son un conjunto de obligaciones de deuda, cuyo elemento diferencial clave es disponer de una doble garantía: por un lado, los emisores son totalmente responsables frente a los bonistas de los pagos tanto del interés como del principal, y por otro, estos bonos están cubiertos con carácter privilegiado por una cartera separable de activos (normalmente, un conjunto de préstamos hipotecarios o créditos concedidos a las

administraciones públicas) (4) en caso de quiebra de la entidad. Además, entre otras características, cabe destacar: i) la emisión de *covered bonds* está limitada, en la mayoría de las jurisdicciones europeas, al 60-80 por 100 (según el caso) de los capitales no amortizados de la cesta de préstamos correspondiente; y ii) los tenedores de bonos gozan de un privilegio de cobro frente a cualesquiera otros acreedores, en relación con la totalidad de los préstamos y créditos inscritos a favor del emisor. Por tanto, los bonistas disponen de una protección extra en caso de suspensión de pagos que, en épocas de turbulencias financieras como las experimentadas en los últimos años, convierte estos títulos en especialmente atractivos para las entidades bancarias, al encontrar en ellos un instrumento con mayor aceptación en el mercado que otros tipos de deuda más vulnerables, como la deuda no asegurada y las titulizaciones. En este sentido, los *covered bonds* tradicionalmente se han encontrado al margen del deterioro de la calidad crediticia del emisor y/o del activo subyacente. No obstante, desde septiembre de 2008, el aumento de los diferenciales junto con las fuertes tensiones financieras sufridas en todos los segmentos de la deuda privada, sugiere que estos títulos no son inmunes a las dificultades que atraviesan sus bancos emisores y los correspondientes activos de garantía, especialmente, en aquellos países en que ha estallado la burbuja inmobiliaria. En consecuencia, aunque la calificación crediticia otorgada a este tipo de títulos normalmente ha sido AAA/Aaa, desde que se desató la crisis financiera muchos *covered bonds* han sufrido degradaciones de *rating* (5), en la medida en que las agencias calificadoras han ajustado sus criterios de gestión del riesgo de liquidez (6).

La creación de la moneda única mejoró la liquidez y dio mayor impulso a este mercado, de modo que el volumen total vivo de *covered bonds* ha alcanzado en 2010 más de 2,5 billones de euros (equivalente al 20,5 por 100 del PIB correspondiente a los 27 países de la UE del mismo año a precios de mercado), registrando un ascenso del 5 por 100 respecto al volumen existente a finales del 2009, según las estadísticas publicadas por el *European Covered Bond Council* (ECBC). La liquidez de este mercado mejoró sustancialmente a partir de la introducción en 1995 de los «jumbo» *covered bonds*, que se caracterizan por tener un valor nominal de gran tamaño (a partir de 1.000 millones de euros) y por cumplir con unos criterios mínimos de liquidez (por ejemplo, que un número de creadores de mercado se comprometan a casar precio constantemente).

Más del 90 por 100 de los *covered bonds* vivos se ha emitido al amparo de los ordenamientos jurídicos nacionales (7), que, particularidades aparte, aseguran en términos generales que la doble garantía mencionada funcione adecuadamente y establecen una serie de criterios uniformes tanto para los títulos emitidos como

para la cesta de activos subyacentes. Entre estos títulos se encuentran, entre otras, las francesas *obligations foncières*, las alemanas *Pfandbriefe*, las danesas *saerligt daekkede realkreditobligationer* y las cédulas hipotecarias y territoriales (8) españolas.

En España se distinguen tres categorías de instrumentos que se encuentran conceptualmente próximos entre sí y que permiten a sus emisores captar fondos a medio y largo plazo con el único objetivo de invertir estos recursos en operaciones con garantía hipotecaria: las cédulas, los bonos y las participaciones hipotecarias. De estas tres categorías, asumiremos que la que se incardina mejor en la definición de *covered bond* es la cédula (9).

La diferencia entre cédulas y bonos hipotecarios radica en su garantía. En estos últimos, existe la seguridad de un crédito, o grupo de créditos en concreto. Es decir, cada emisión tiene que quedar vinculada, mediante una escritura pública anunciada en el BOE e inscrita en el Registro Mercantil, a los créditos hipotecarios específicos que la garantizan, por lo que su vencimiento medio, que casi siempre oscila entre uno y tres años, y sus intereses, no puede superar a los de dichos créditos.

Las participaciones hipotecarias, por su parte, representan la cesión total o parcial de un préstamo hipotecario de una entidad a otra o al público (aunque es más habitual entre entidades), de manera que «participa» en el préstamo hipotecario y cobra la parte de los intereses del préstamo que le corresponden de acuerdo con su cuota relativa. Habitualmente incorporan un porcentaje sobre el principal de uno o varios créditos de la entidad emisora, y solo pueden ser emitidas por las entidades autorizadas para operar en el mercado hipotecario. En otras palabras, las participaciones hipotecarias permiten a los inversores subrogarse, en cierto modo, en los créditos hipotecarios que conceden las entidades que actúan en el mercado hipotecario, conservando éstas la administración y la custodia de los créditos. Las participaciones hipotecarias se emiten casi siempre a largo plazo, al contrario que las cédulas y bonos hipotecarios, que generalmente tienen un plazo de vida corto o medio.

A diferencia de lo que ocurre con los bonos y las cédulas hipotecarias, el inversor o partícipe no percibe un ingreso procedente de los intereses o cupones prefijados por el emisor, sino directamente la parte proporcional del préstamo hipotecario. Por tanto, el adquirente de estas participaciones asume el riesgo de impago por parte del prestatario.

### 1.3. Titulizaciones

La titulización es un proceso consistente en la agrupación de un conjunto de activos financieros (10) (que,

en definitiva, constituyen un préstamo a uno o varios inversores finales) y su subsiguiente transmisión, por parte de la entidad financiera originadora del crédito a una tercera entidad, esto es, un «vehículo financiero» (SPV o *Special Purpose Vehicle* (11)). Esa agrupación de activos es la base sobre la que el SPV emite a su vez unos bonos conocidos como titulizaciones, bonos de titulización o productos estructurados (ABS o *asset-backed securities* es su denominación inglesa más genérica), que se venden habitualmente a fondos de inversión y de pensiones. Por tanto, en última instancia, se trata de la conversión de un préstamo o activo no negociable en un valor de renta fija negociable en los mercados de valores organizados (12). El comprador del bono proporciona financiación a la vez que adquiere riesgo de crédito, en la medida en que está «prestando» fondos a otro agente. Como contrapartida, el bonista recibirá a lo largo de la vida de la titulización, el pago del principal y los intereses, que a su vez, están en función de los flujos de caja generados por la cartera de activos subyacentes.

Las titulizaciones han experimentado un gran desarrollo en la última década, alcanzando un alto grado de sofisticación. Así, aunque la tipología de productos estructurados es muy amplia, entre otros tipos se podrían destacar los RMBS (*Residential Mortgage Backed Securities*), los CMBS (*Commercial Mortgage Backed Securities*), los *cards* ABS, y los auto ABS, y los HEL (*Home Equity Loan*), según el activo subyacente sean, respectivamente, las hipotecas destinadas a adquisición de vivienda, las hipotecas destinadas a constitución de superficies comerciales, los derechos de cobro de tarjetas de crédito, la venta de automóviles y las hipotecas de baja calidad destinadas a vivienda habitual (especialmente frecuentes en EE. UU.). Los CDO (*Collateral Debt Obligations*) constituyen otro tipo de producto estructurado que puede tener como activo subyacente a su vez otros títulos, por ejemplo, aquellos derivados de una operación de titulización (en este caso concreto, se habla de operaciones de «retitulización» o bien, de operaciones de titulización de segundo nivel), títulos de deuda corporativa y/o derivados de crédito.

Una característica tradicional de la titulización ha sido su alto grado de opacidad de cara a los inversores, dado que los préstamos abandonan la contabilidad del sistema bancario para entrar en la correspondiente al sector, menos regulado, de los intermediarios financieros no bancarios. En su época de máximo esplendor (es decir, antes del 2007), las titulizaciones han permitido a las entidades originadoras reducir la proporción de activos ilíquidos en balance, disminuir su apalancamiento y exhibir ratios LTV (*Loan to value*) más saludables. En este sentido, la teoría indica que la principal ventaja de la titulización es el alivio de las restricciones de crédito, la canalización de las exposiciones de riesgo hacia las entidades más capaces

de gestionarlo (dispersión eficiente del riesgo) y la suavización del coste del crédito (13). No obstante, en la práctica, esta falta de transparencia ha tenido unos efectos perversos: la gran complejidad de estos instrumentos incentivó una excesiva confianza en las agencias de *rating* (14), lo que llevó a una percepción del riesgo de los títulos por parte de los inversores que en muchos casos no se correspondía con la realidad y a un toma excesiva de riesgos, lo que junto con un alto apalancamiento de la economía mundial no apoyado sobre una base real, ha contribuido en gran medida a desencadenar la crisis financiera en el 2007 (15).

Tanto los *covered bonds* como las titulizaciones sirven para proveer de financiación a sus emisores, pero existe un elemento clave de diferenciación entre un sistema y otro: en los primeros, el emisor retiene el riesgo de quiebra en la medida en que el bonista puede actuar contra él, así como contra la cesta de préstamos subyacentes, mientras que en la titulización no existe esta garantía extraordinaria. Es decir, los *covered bonds* gozan de una alineación de incentivos entre inversores y emisores de la que carecen las titulizaciones. Contablemente, esta retención del riesgo se refleja en que en los *covered bonds*, el activo no sale del balance del emisor. En cualquier caso, actualmente se considera saludable que exista una mejor alineación de incentivos entre agentes, razón por la cual la agenda regulatoria internacional tiene entre sus prioridades reforzar y coordinar entre jurisdicciones la obligación de que los emisores de titulizaciones retengan una parte del riesgo de la operación. De este modo, se aspira a mantener la supuesta eficiencia asignativa del riesgo derivada de las titulizaciones, y al mismo tiempo, fomentar la responsabilidad por parte del emisor a la hora de llevar a cabo una operación (al retener parte del riesgo, se presupone que decidirá de modo más responsable el destino de los fondos obtenidos).

#### 1.4. Instrumentos híbridos

Por instrumentos híbridos se entiende un conjunto amplio de títulos que por su naturaleza se encuentra a caballo entre el capital y la deuda, en función de características como el puesto que ocupa en la prelación de créditos en caso de liquidación de la entidad y su capacidad para asumir pérdidas. Constituye una fuente de financiación eminentemente flexible, dado que permite a los emisores optimizar su estructura de financiación (mientras que son un apoyo para la entidad en tiempos de crisis, en tiempos normales se evita diluir los derechos de voto), y a los inversores, alcanzar la combinación deseada en términos de rentabilidad y riesgo de su cartera de inversión.

No obstante, los híbridos son complejos y muy heterogéneos entre sí, lo que supone un obstáculo

considerable a la hora de valorarlos desde el punto de vista del inversor, como consecuencia de lo cual, suelen carecer de liquidez en el mercado secundario. Esta complejidad en la valoración de los híbridos, ha llevado a los inversores a confiar en gran medida en las correspondientes calificaciones publicadas por las agencias de *rating*, las cuales, para valorar estos instrumentos se basan fundamentalmente (y de diferente modo, según la agencia en cuestión) en características como la capacidad de absorción de pérdidas y la flexibilidad de los pagos del instrumento. Entre los instrumentos híbridos más habituales se encuentran los bonos convertibles en acciones (*Contingent Convertible Bonds* o *CoCo Bonds*), las acciones preferentes, y la deuda perpetua (liquidable a instancias del emisor en cualquier momento). En los años anteriores a la crisis del 2008 se ha producido un auge de la deuda perpetua como consecuencia, al menos en parte, de la existencia de un entorno regulatorio favorable y de la caída de las rentabilidades en la mayoría de los activos tradicionales de renta fija. Al desencadenarse la crisis y repuntar la preferencia por la liquidez, se ha producido un desplome del precio de estos valores que ha llevado a los correspondientes emisores a recomprarlos, dado su bajo precio.

Por su parte, en los debates más recientes de la nueva regulación financiera internacional, se ha argumentado que los bonos convertibles pueden contribuir a alcanzar una mayor estabilidad del sistema financiero. En este sentido, el *Financial Stability Board* (FSB) contempla la utilización de este tipo de bonos como una posible herramienta de resolución (16) de las denominadas entidades financieras de importancia sistémica (*Systematically Important Financial Institutions* o SIFI). Así, estos bonos se convertirían en acciones en determinadas circunstancias (17), por ejemplo, cuando el ratio de capital caiga por debajo de un determinado umbral o en caso de que así se estipule por las autoridades. En tal caso, se produciría un aumento de los recursos propios, lo que supondría una significativa dilución del accionariado previo y una mitigación del riesgo sistémico así como del riesgo moral. Por otra parte, estos bonos ayudarían a internalizar las externalidades inherentes al sistema financiero y a reducir la eventual carga que los contribuyentes tendrían que soportar, en caso de quiebra de un banco. Según sus defensores, los convertibles, al igual que el resto de productos híbridos, pueden contribuir a reforzar la disciplina del mercado, dado que tanto los accionistas como los bonistas tienen incentivos a llevar un estricto seguimiento de las decisiones de gestión que podrían repercutir en menores rendimientos. Sin embargo eso sería cierto siempre y cuando los agentes utilicen de forma eficiente toda la información disponible, algo que se ha comprobado que no siempre sucede.

### 1.5. Otros títulos de deuda privada

Entre otros, algunos tipos de títulos que también se engloban en la categoría de deuda privada son: los pagarés (de empresa o bancarios, en función de quién sea el emisor), que son títulos de renta fija con un vencimiento entre los 6 y los 12 meses normalmente, y que incorporan un compromiso de pago a fecha fija, por el que el emisor se compromete a devolver su nominal; y los certificados de depósito, que son títulos respaldados por depósitos bancarios a plazo fijo y que suelen tener un plazo de vencimiento corto, no inferior a los seis meses.

## III. MERCADOS EUROPEOS DE DEUDA PRIVADA

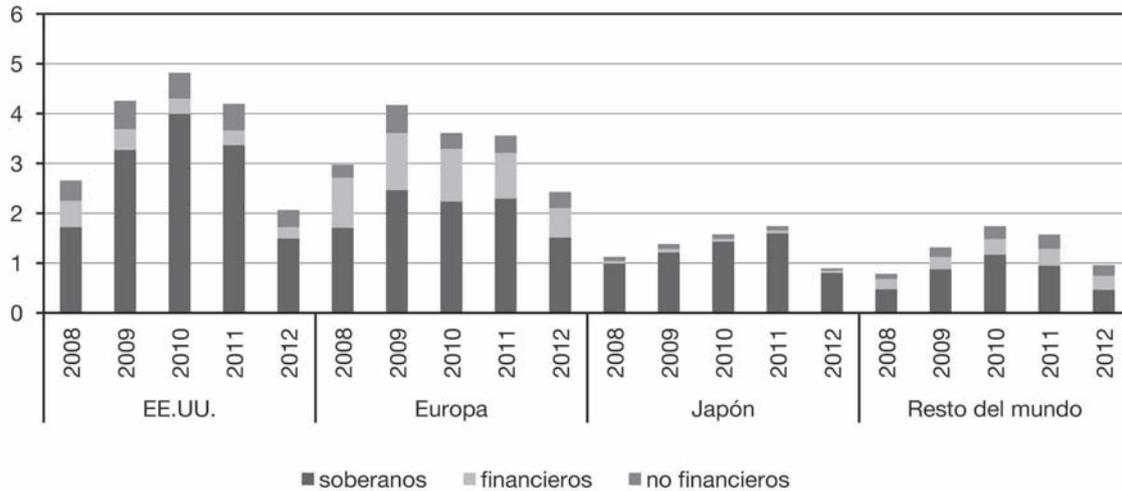
Durante el ejercicio 2011 se han colocado en términos brutos en los mercados mundiales de deuda (18), pública y privada, títulos por valor de 11 billones de dólares, cifra muy próxima a la registrada en el 2010 (apenas se ha producido un descenso del 6 por 100 en las emisiones brutas del 2011 respecto al 2010). De este total, cerca de un tercio (3 billones y medio de dólares) correspondería a Europa, donde a su vez, aproximadamente otro tercio correspondería a deuda emitida por el sector privado europeo (financiero y no financiero) y el resto, al sector público. A excepción de Japón, en términos mundiales, los datos apuntan a una ralentización después de tocar su máximo en 2009 o 2010, según el caso.

Llama la atención la gran proporción que sobre el total representa la deuda pública, que ha tendido a aumentar en los últimos años en todas las áreas geográficas, probablemente como consecuencia indirecta de la recaída del crecimiento económico, y por tanto, del juego de los estabilizadores automáticos, así como de la puesta en marcha de medidas públicas de dinamización. Por otra parte, el sector privado se ha visto inmerso en un fuerte proceso de endeudamiento durante la última década que, desde que se desató la crisis financiera en EE. UU., ha tendido a suavizarse y en algunos casos a revertirse: muchos países están purgando los excesos del pasado, lo que se traduce en la actualidad en el predominio de la estrategia de desapalancamiento por parte de las entidades financieras.

Por su parte, los volúmenes totales de deuda emitidos en los últimos años en EE. UU. han superado a los correspondientes a Europa, aunque en el viejo continente, la proporción de títulos privados ha sido mayor, en gran medida, dada la superior participación de las entidades financieras en los mercados de renta fija. Por lo que respecta al sector privado no financiero, las emisiones brutas en Europa en 2010 y 2011 han sido aproximadamente inferiores a las estadounidenses en aproximadamente un par de cientos de miles de

GRÁFICO 1a  
EMISIONES BRUTAS MUNDIALES DE DEUDA

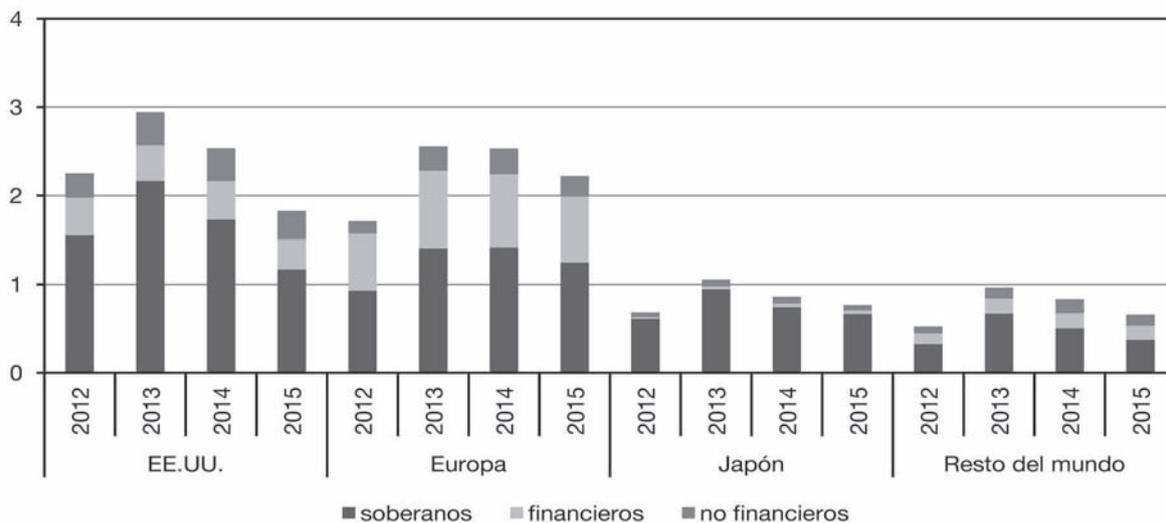
Billones de dólares



Nota: 2012 incluye datos hasta el 31 de marzo.  
Fuente: Dealogic.

GRÁFICO 1b  
VENCIMIENTOS MUNDIALES DE DEUDA

Billones de dólares



Nota: 2012 incluye datos desde el 1 de abril.  
Fuente: Dealogic.

millones de dólares. Este panorama es el habitual: dado que los mercados de deuda privada norteamericanos son más líquidos y profundos que los europeos, las empresas acuden a ellos con frecuencia para obtener financiación. En Europa, en contraste, la dependencia de las empresas de la financiación bancaria es mayor.

Por otra parte, cabe señalar que, como consecuencia del patrón de emisiones comentado en los párrafos anteriores, desde el segundo trimestre del 2012 hasta finales de 2014 vencerán cerca de 7,8 y 6,8 billones de dólares de deuda pública y privada, respectivamente, en EE. UU. y en Europa. En EE. UU., la proporción de vencimientos de deuda del sector público es muy alta (ronda el 70 por 100), mientras que en Europa tal proporción es menor, cercana al 55 por 100 del total. Efectivamente, el alto volumen de vencimientos que las entidades financieras mundiales (y en particular las europeas) deberán afrontar en los próximos años es un tema de preocupación internacional, dadas las restricciones de crédito y la volatilidad que están sufriendo algunos mercados. Teniendo en cuenta los vencimientos del sector público y privado para el año en curso desde el 1 de abril del 2012, las necesidades de financiación para EE. UU. y Europa ascienden a 2,2 y 1,7 billones de dólares, respectivamente, una cuantía que puede suponer una gran reto para estas economías en las condiciones actuales de mercado.

## 1. Mercados europeos

Los efectos de la crisis de la deuda pública se están dejando sentir con especial virulencia en los mercados financieros europeos. En este sentido, el contagio entre títulos públicos y privados está generando dificultades ostensibles especialmente para los bancos a la hora de conseguir nueva financiación en los mercados mayoristas, lo que resulta inquietante por las consecuencias que podría tener sobre la estabilidad financiera.

En líneas generales, el año 2010 estuvo caracterizado por los acontecimientos de mayo-junio y noviembre-diciembre: los temores ante la falta de sostenibilidad de la deuda pública griega, portuguesa e irlandesa, respectivamente, fueron más allá de las fronteras de sus mercados, afectando a la capacidad de financiación de las entidades privadas en los mercados de capitales. A consecuencia de la extensión del problema de la deuda pública de Grecia, Portugal e Irlanda a otros países de la zona euro como Italia y España, el año 2011 ha seguido un esquema similar al correspondiente al 2010, intercalándose períodos de escasísima actividad en los mercados de deuda privada con otros en que se han llevado a cabo algunas operaciones. Así, durante el ejercicio 2011 cabría destacar una gran actividad emisora en los dos primeros trimestres del año. No obstante, desde entonces se produjo una interrupción muy fuerte en los mercados primarios como consecuencia

del recrudecimiento de la crisis de la deuda pública, hasta el punto de poder hablar, prácticamente, de total ausencia de actividad en algunas semanas. En este sentido el gran repunte de las primas de riesgo, que alcanzaron máximos en noviembre, y de los CDS (*Credit Default Swap*) públicos y privados, reflejarían un fuerte aumento de la aversión al riesgo y de la desconfianza por parte de los inversores.

Entre el último trimestre del 2011 y principios del 2012 se ha producido un repunte en las emisiones de todas las categorías de deuda (*covered*, titulaciones y deuda no asegurada) como consecuencia de las medidas extraordinarias implementadas por el Banco Central Europeo (BCE). En este sentido, la institución ha inyectado en más de 100 bancos europeos un billón de euros, distribuidos en dos subastas, en diciembre y febrero (*Longer-Term Refinancing Operations* o LTRO), lo que habría contribuido a relajar notablemente las tensiones en los mercados de deuda, y con ello, a refinanciar un importante volumen de vencimientos, soslayando de este modo, aunque sea temporalmente, las necesidades de liquidez de las entidades financieras. Así, estos fondos extra que deberán devolverse dentro de tres años, han sido un acicate para retener buena parte de las emisiones de los nuevos títulos, al poder utilizarse como garantía en las peticiones de los bancos al BCE así como en el mercado interbancario de repos. En este sentido, de los más de 280.000 millones de euros de deuda que, en total, los bancos han emitido en el primer trimestre del 2012, el volumen retenido ha ascendido al 31 por 100, mientras que tal proporción, en el mismo período del 2011, fue tan solo del 10 por 100. Además, otro mecanismo fundamental de las entidades financieras para conseguir recursos cuando ha arreciado la incertidumbre, ha sido la venta de deuda mediante *private placements* o colocaciones privadas. Se trata de operaciones donde, de acuerdo con su percepción del riesgo y sus necesidades de liquidez y rentabilidad, un grupo de inversores en particular y un emisor, público o privado, negocian las condiciones particulares de los nuevos valores, tales como el plazo, el montante y el cupón, entre otros.

Según el país de colocación de los títulos, la diferencia ha estado entre los países denominados periféricos y el resto de Europa. Al ser las finanzas públicas el centro de atención de los últimos trimestres, los países que han mostrado un escenario más vulnerable desde ese punto de vista han sido aquellos donde los mercados de deuda privada se han visto más perjudicados, mientras que entidades de países como Alemania o los nórdicos, han gozado de una mayor capacidad de acceso al mercado.

Por categorías de deuda, las tendencias son dispares. En el segmento de *covered bonds*, el mercado primario languideció desde septiembre de 2008 hasta

marzo de 2009, en la medida en que los títulos bancarios garantizados por el estado (GGB), entonces en auge, con una ponderación de riesgo nula según los acuerdos de capital bancario de Basilea y la Directiva de Requerimientos de Capital, pudo haber expulsado nuevas emisiones.

Las emisiones de *covered bonds* se mantuvieron en el 2009 y aumentaron en el 2010, beneficiados por un estrechamiento de los diferenciales, a lo que contribuyó el programa de compras establecido por el BCE (19) y las necesidades de liquidez de los bancos. Ya en el primer trimestre del 2011, se rondaron los 120.000 millones de euros de emisiones a mercado de *covered bonds*, cifra récord que contrasta fuertemente con los poco más de 20.000 millones emitidos en el último trimestre del año. Como contrapartida, y como ha sucedido en otros momentos desde que estalló la crisis financiera, cuando ha arreciado la tormenta las emisiones han menguado en gran medida, mientras que la proporción retenida por parte de las entidades emisoras ha crecido, ya que les sirven como garantía en las subastas de liquidez que realiza el BCE y en las operaciones de repos en el interbancario. Además, la liquidez que mediante esas vías se puede obtener aportando un *covered bond* como garantía es mayor que si se aporta un título de menor calidad, como un bono de deuda no asegurada. En otras palabras, en relación con otros títulos menos seguros, el menor *haircut* o quita aplicable a los *covered* ha sido un incentivo para que ganen protagonismo en el *mix* de fuentes de financiación de los bancos, tendencia que se ha acentuado en los últimos tiempos como consecuencia de las rebajas de *rating* sufridas por muchas entidades financieras.

Por otra parte, el mercado de *covered* europeo se ha visto beneficiado por la reactivación a finales del 2011, por parte del BCE, del programa de compras de estos bonos, por el que la institución europea adquiriría, tanto en el mercado primario como en el secundario, 40.000 millones de euros en tales títulos entre noviembre del 2011 y octubre del 2012. No obstante, todos los expertos apuntan a que este montante es escaso para tener un efecto significativo en el mercado.

El auge de los *covered bonds* en los últimos años se ha convertido en un motivo de preocupación para los reguladores financieros, en la medida en que supone una vinculación entre una proporción creciente de los activos de la entidad y este tipo de títulos, cuestión denominada *asset encumbrance* en el argot internacional. En consecuencia, la cesta de activos disponible para acreedores no asegurados (como los depositantes y los tenedores de deuda no asegurada, entre otros) en caso de quiebra, sería menor y de inferior calidad, lo que implicaría una mayor fragilidad para la estabilidad financiera. Además, podría suponer un desincentivo para la emisión de deuda no asegurada, al ser percibida

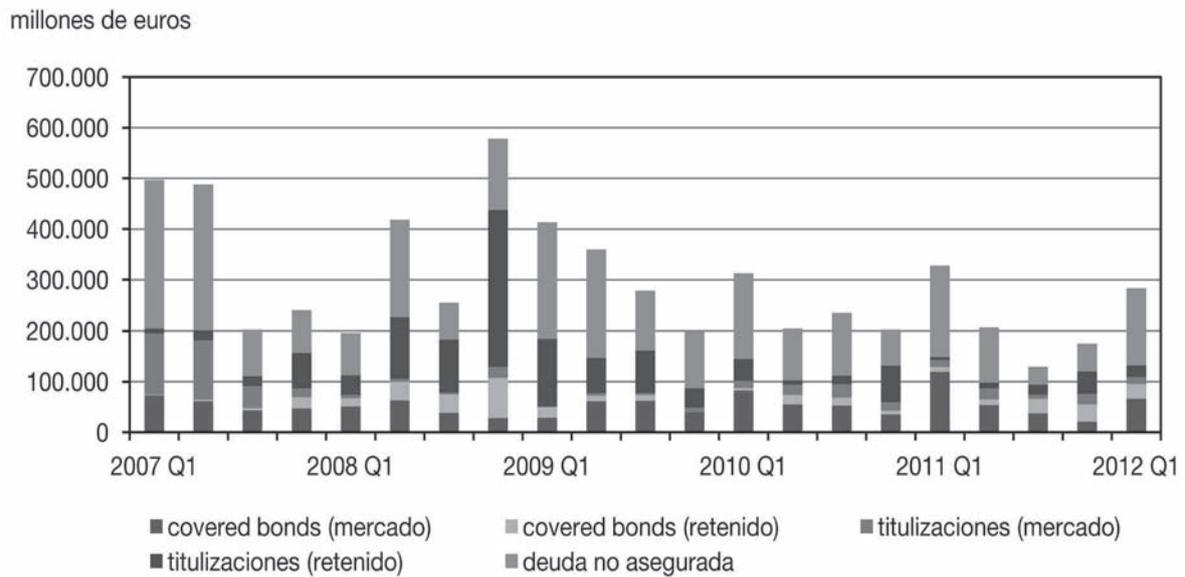
por los inversores como un instrumento más vulnerable. Esta tendencia se podría ver agravada por el impacto potencial de otras fuentes de «*encumbrance*» menos transparentes, capaces de cambiar con mucha rapidez, como la contratación de repos y derivados. Así, eventualmente, las rebajas crediticias de los bancos podrían traducirse en la necesidad de ampliar las garantías depositadas al suscribir tales operaciones, entorpeciendo, con ello, la recuperación del mercado de deuda no asegurada. En cualquier caso, hay quien argumenta que la reducción que se viene experimentando desde hace tiempo en algunos países europeos en el crédito hipotecario, principal activo que respalda los *covered bonds*, podría reducir la capacidad de los bancos para emitir nuevos instrumentos de este tipo, lo que diluiría en cierta medida la trascendencia de este desafío. Aunque si los bancos no pueden emitir más *covered bonds* por haber alcanzado su techo, cabría preguntarse cómo van a financiar su actividad si continúan las turbulencias en los mercados.

Las titulaciones, por su parte, no han vuelto a los niveles precrisis de colocación en el mercado. Sí se han producido colocaciones en los últimos años, pero en su mayoría se han retenido por los emisores con los objetivos ya comentados. Se han querido ver síntomas de recuperación desde el 2010, pero todo apunta a que es un mercado que continúa bajo una fuerte presión, muy estigmatizado todavía por su conexión con la crisis *subprime* en EE. UU. En Europa, las emisiones a mercado de titulaciones se circunscriben prácticamente al Reino Unido y Holanda, donde la categoría con mayor predicamento es la de RMBS. En el 2011, han experimentado una tendencia similar a los *covered bonds*, con una creciente proporción de papel retenido a medida que iban pasando los meses.

Actualmente, en el ámbito del G20 y la UE existen trabajos en marcha que tienen como objetivo primordial restaurar la normalidad en el mercado de titulaciones (20). Para ello, se están contemplando medidas para aumentar la estandarización y transparencia de las titulaciones, lo que contribuiría a simplificar notablemente este mercado y a que los inversores sean conscientes de las posiciones de riesgo que toman cuando adquieren tales instrumentos. En cualquier caso, quizá lo deseable no es que se recuperen los niveles de mercado de años anteriores a la crisis, algo que posiblemente fue consecuencia de un apalancamiento desenfrenado de la economía mundial, sino que las titulaciones sean una herramienta más entre las fuentes de financiación de las entidades, garantizando su sostenibilidad en el medio y largo plazo.

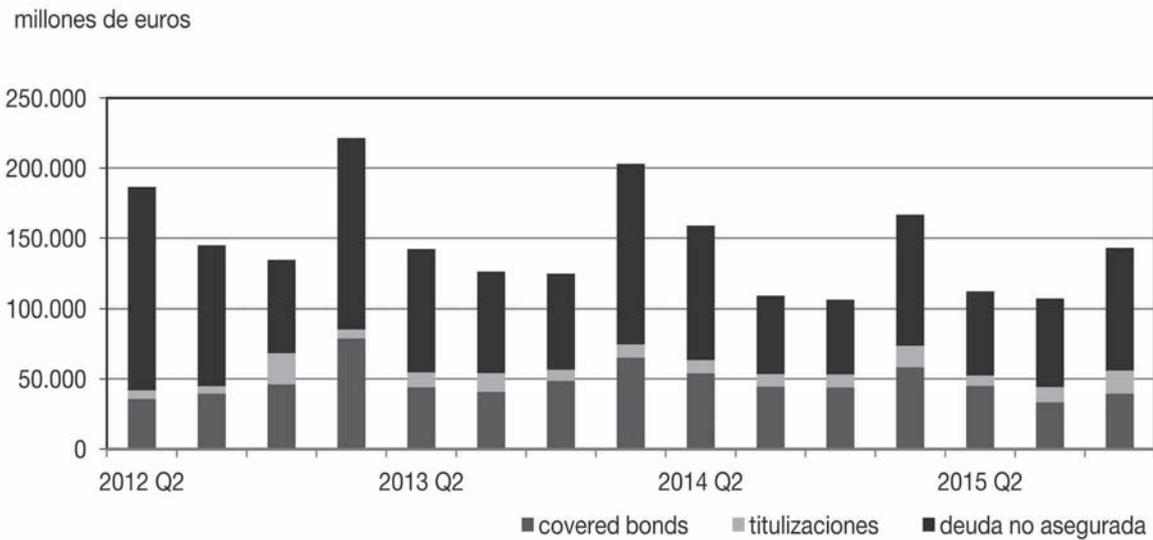
Por otra parte, las emisiones de deuda no asegurada (21) registraron altos volúmenes antes del comienzo de la crisis financiera. En cuanto a los números reflejados en el gráfico en torno a finales de 2008 y 2009, habría que puntualizar que, en una gran proporción, se trata

GRÁFICO 2a  
**EMISIONES BRUTAS DE ENTIDADES FINANCIERAS EUROPEAS**



Nota: 2012 incluye datos hasta el 31 de marzo.  
 Fuente: Dealogic.

GRÁFICO 2b  
**VENCIMIENTOS DE TÍTULOS EMITIDOS POR ENTIDADES FINANCIERAS EUROPEAS**



Nota: 2012 incluye desde el 1 de abril.  
 Fuente: Dealogic.

de títulos avalados por los estados (GGB), categoría que iría diluyéndose a lo largo del tiempo (el máximo de emisiones de GGB se registró en el primer trimestre del 2009, cuando se emitieron casi 150.000 millones de euros en este tipo de bonos por parte de las entidades financieras).

En 2010, en los mercados de deuda no asegurada se han alternado picos y valles de actividad, como consecuencia de los acontecimientos en torno a la deuda pública. Por su parte, al igual que en el segmento de *covered bonds*, en el primer trimestre del 2011 se emitió abundante papel, si bien las operaciones se redujeron drásticamente a partir del mes de junio. En cualquier caso, un elemento que parece haber afectado negativamente a las emisiones de deuda no asegurada desde hace un tiempo es la posibilidad real que tienen estos títulos de soportar las pérdidas de las entidades financieras ante la eventual suspensión de pagos de una entidad financiera, algo que todo el mundo aceptaba desde un punto de vista teórico, pero que se consideraba como un supuesto más o menos remoto en épocas pasadas de bonanza. Otro factor que podría haber impactado adversamente en el atractivo de la deuda no asegurada es el riesgo regulatorio derivado del papel que pueden jugar algunos instrumentos financieros (la deuda no asegurada en general y los *CoCos*, en particular) en los marcos de resolución de entidades financieras, ya comentado en el capítulo anterior.

Por su parte, como ya se ha esbozado más arriba en este epígrafe, la crisis de la deuda pública, en conjunción con un escenario macroeconómico recesivo y un mercado del crédito en gran medida tensionado, ha supuesto que los vencimientos futuros de deuda emitida por entidades financieras supongan un notable desafío en los próximos trimestres: entre los años 2012 y 2013, tal volumen ascenderá a más de un billón de euros, como se muestra en el gráfico, lo que constituye una vulnerabilidad palmaria del sistema financiero europeo. En cierto modo, las LTRO del BCE han contribuido a relajar las tensiones de liquidez para el ejercicio 2012, aunque como consecuencia de estas inyecciones de fondos, se esperan cuantiosos vencimientos entre el último trimestre del 2014 y el primero del 2015. En este sentido, está por ver, en el plazo estipulado, cuál será la capacidad de los bancos de devolver ese montante, así como de normalizar su estructura de financiación con el objetivo de prescindir del apoyo del BCE.

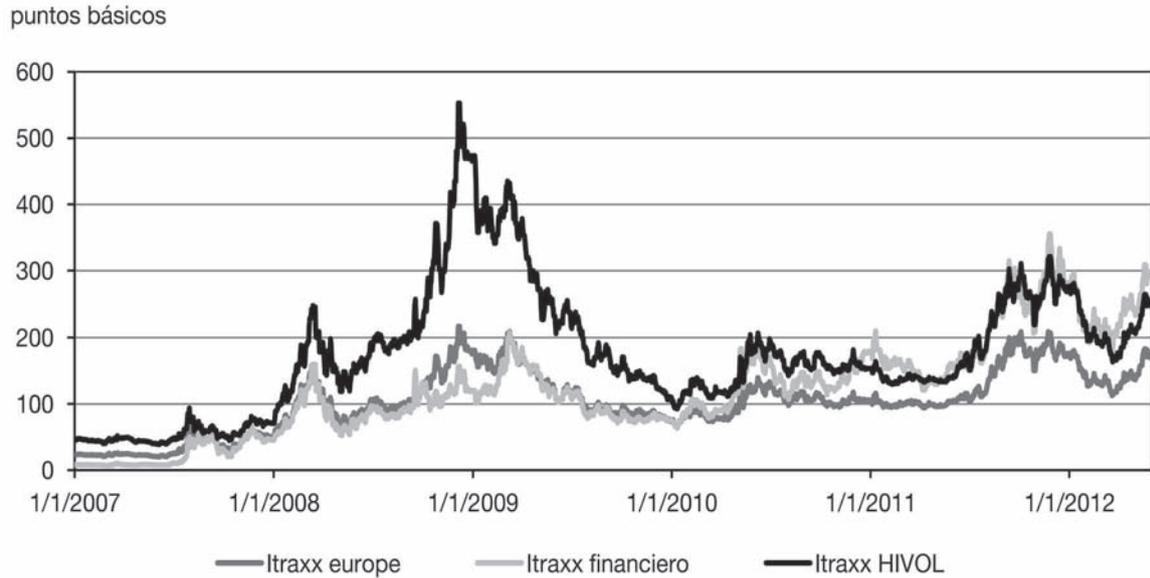
A partir del 2013, destaca la tendencia decreciente de los vencimientos de deuda emitida por entidades financieras europeas, en la medida en que los agentes económicos continúen caminando por la senda del desapalancamiento: en 2014 y 2015 los volúmenes totales descenderán un 6 por 100 y un 8 por 100, respectivamente, respecto al ejercicio anterior.

Otra tendencia destacable en el gráfico es que la proporción que suponen los vencimientos de *covered bonds* sobre el total de deuda financiera, asciende hasta el 2014, pasando del 26 por 100 del total, al 36 por 100. En contraposición, y teniendo en cuenta que los vencimientos de titulizaciones permanecen más o menos estables a lo largo de toda la senda temporal, los correspondientes a la deuda no asegurada experimentan una tendencia decreciente, pasando desde el 67 por 100 hasta el 57 por 100 entre el 2012 y el 2015.

Por lo demás, el retorno de las tensiones al mercado de deuda pública en abril y mayo ha contribuido a entorpecer notablemente los esfuerzos de algunos países europeos para sanear sus cuentas públicas, en la medida en que el temor a la recesión y al contagio han supuesto una renovada dificultad para obtener financiación nueva, tanto para los tesoros como para los bancos, poniendo el foco sobre su solvencia. La habilidad de las autoridades para, de una parte, sentar las bases que permitan reimpulsar a medio plazo el crecimiento económico y conseguir el necesario reequilibrio de las cuentas corrientes de los países del euro, y de otra, continuar haciendo esfuerzos hacia la consolidación fiscal, serán clave para resolver la crisis de la eurozona. No obstante, llevar a cabo tales medidas a medio plazo requerirá un amplio consenso tanto político como social, algo complicado de conseguir en las circunstancias actuales.

Las entidades no financieras, en buena medida, han sorteado las tensiones de los mercados durante la crisis de deuda pública europea, al menos en parte, como consecuencia de la fortaleza de sus balances y de la diversificación geográfica de sus fuentes de ingresos. Así, la persistente fragilidad de los bancos en las economías avanzadas está contribuyendo desde hace un tiempo a incrementar la desintermediación financiera: ante las restricciones al crédito bancario, las empresas no financieras están acudiendo de forma creciente a los mercados de deuda para obtener directamente los recursos de los inversores, emitiendo títulos con un plazo largo de vencimiento y a un precio envidiable para muchos bancos. Es más, en ocasiones han llegado a emitir bonos ofreciendo un diferencial menor que el estado respectivo de residencia, lo que podría considerarse como un hito histórico en la medida en que tradicionalmente se entendía que la deuda pública estaba «libre de riesgo». De alguna manera, esto significa que los inversores han visto menos riesgo en estas empresas que en los tesoros de los países en que residen. No obstante, en los momentos de mayor incertidumbre, la actividad emisora de este sector también se ha resentido, como ha sucedido en el tercer trimestre del 2011, cuando se registró un volumen inferior a la mitad del correspondiente al primer trimestre de ese año (38.000, frente a cerca de 80.000 millones de euros, respectivamente). Además, el riesgo país parece haber sido un

GRÁFICO 3a  
**CDS SOBRE DEUDA PRIVADA EUROPEA**

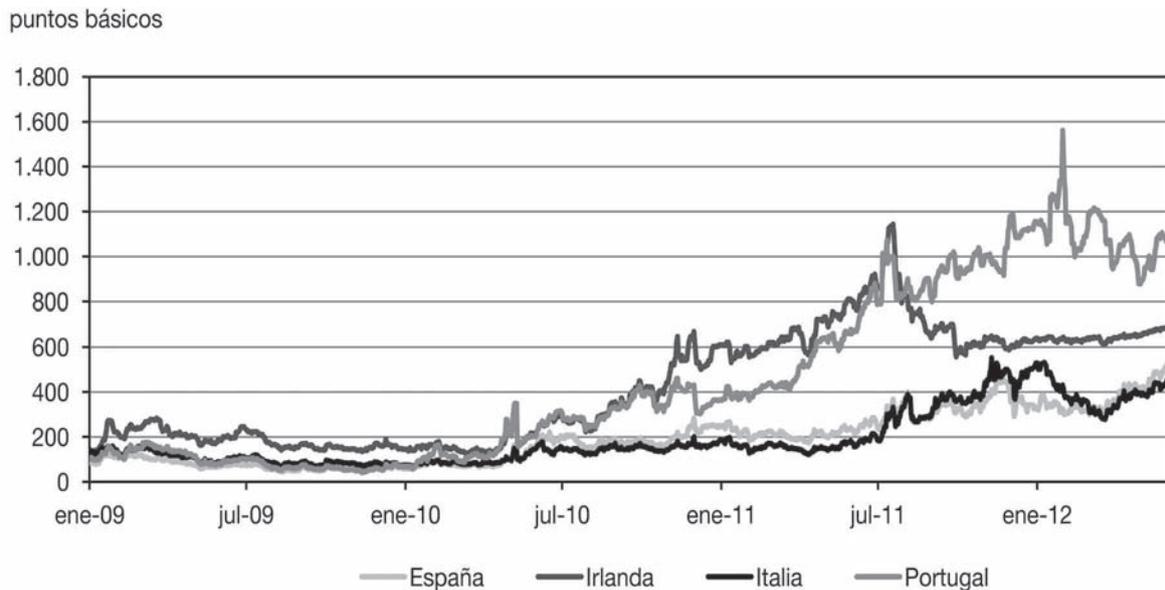


*Nota:* El índice iTraxx Europe es una media simple de los 125 CDS más líquidos sobre empresas europeas de grado de inversión. El índice iTraxx financiero es una media simple de los 25 CDS más líquidos sobre entidades financieras europeas de grado de inversión. El índice iTraxx HIVOL es una media simple de los 30 CDS más líquidos y más volátiles sobre empresas no financieras europeas de grado de inversión.

Los índices iTraxx se revisan dos veces al año, en marzo y septiembre, para garantizar que sus componentes cumplan siempre los requisitos exigidos para estar en ellos. En todos los casos mostrados, se calcula sobre la cotización en euros de los CDS a 5 años.

*Fuente:* Bloomberg.

GRÁFICO 3b  
**DIFERENCIALES DE DEUDA PÚBLICA RESPECTO AL BONO ALEMÁN A 10 AÑOS**



*Fuente:* Bloomberg.

condicionante a la hora de emitir nuevos títulos, en la medida en que las empresas de países como Alemania, Reino Unido y Francia en términos generales han accedido al mercado en mejores condiciones que las residentes en Italia y Portugal.

Por otra parte, en los últimos trimestres, en este sector se ha puesto de manifiesto la combinación de un alto volumen de beneficios retenidos y bajas inversiones. En consecuencia, las empresas han acumulado grandes cantidades de liquidez, que están utilizando para prestar a otras entidades, embarcándose, por tanto, en operaciones más propias de los bancos (22). En cierta medida, esta creciente participación de las empresas en la intermediación financiera es la respuesta natural a las actuales restricciones de crédito, y son bienvenidas en tanto que ayudan a amortiguar temporalmente las tensiones derivadas de los sistemas bancarios más perjudicados por la crisis. No obstante, también entrañan un mayor grado de vulnerabilidad para el sistema financiero, al ser actividades que muchas veces están insuficientemente reguladas y supervisadas (forman parte del denominado «*shadow banking*» o banca en la sombra) y que suponen un aumento de la interconexión entre el sector financiero y el no financiero.

## **2. Efecto contagio entre deuda pública y privada**

De la evolución de los mercados de deuda en los últimos años se desprende el contagio existente entre la deuda pública y privada, con carácter bidireccional. Así, un sistema financiero débil podría generar, de una parte, el drenaje de recursos públicos para mantener la estabilidad financiera nacional (por ejemplo, mediante la puesta en marcha de programas públicos de rescate y garantías); y de otra, desde el punto de vista macro, limitar el crecimiento económico, en la medida en que se produzca una merma de su principal función, esto es, trasladar recursos desde agentes con exceso de financiación hacia otros con necesidades de ella. Un caso paradigmático del contagio desde la deuda privada hacia la deuda pública sería el de Irlanda, donde las cuentas públicas, si bien inicialmente saneadas, sufrieron un fuerte y repentino deterioro al hacer propios los desequilibrios sufridos por el sector financiero, lo que llevó, en última instancia, a poner en marcha un plan de rescate internacional para este país.

Pero también estamos asistiendo al contagio desde el sector público al privado a través de diversos canales, sobre los que el Banco de Pagos de Basilea ha aportado evidencia empírica concluyente (23). En primer lugar, las pérdidas de valor en las tenencias bancarias de deuda pública están contribuyendo a debilitar los balances de las entidades financieras: la consecuencia inmediata es la percepción de un mayor riesgo aparejado a estas entidades, y por ende, la exigencia, por

parte de los inversores, de unos diferenciales mayores para acceder a adquirir la deuda emitida por los bancos más vulnerables. Además, es habitual que las entidades detenten una mayor proporción de deuda pública del país en el que residen, por lo que el vínculo deuda pública-privada tiende a acentuarse.

En segundo lugar, las entidades financieras suelen utilizar como garantía, entre otros, valores de deuda pública en balance para conseguir financiación mayorista en el interbancario o bien, en el banco central. Lógicamente, el montante de liquidez que consiguen es directamente proporcional a la calidad de la garantía correspondiente: un incremento del riesgo soberano (lo que muchas veces se refleja en una rebaja del *rating* del título) puede contribuir a aumentar la quita aplicable a un valor, y en consecuencia, se reduce el volumen de liquidez que se puede obtener mediante este mecanismo. En otras palabras, un aumento del riesgo de la deuda pública supone una disminución de la capacidad de tales activos para ser elegibles como garantías, lo que resulta en una menor capacidad para conseguir financiación. Para amortiguar este efecto, el BCE ha decidido, con carácter extraordinario, seguir aceptando como garantías los valores de deuda pública de los países europeos que han sido rescatados, esto es, Grecia, Portugal e Irlanda, a pesar de que su calidad crediticia no alcanza el mínimo aceptado por el BCE en las subastas de liquidez. El objetivo de esta medida excepcional ha sido, precisamente, mitigar la proclicidad de la crisis crediticia.

En tercer lugar, la rebaja de la calificación crediticia de la deuda pública suele ir acompañada de un movimiento similar en los *ratings* de los bancos que residen en el país correspondiente, lo que suele contribuir a dificultar el acceso al mercado para conseguir financiación. Además, la debilidad del soberano disminuye la confianza en los estados para asistir de forma más o menos implícita (24) a la recuperación del propio sistema financiero, lo que una vez más, coadyuva a dificultar el acceso a la financiación de las entidades financieras.

Otro posible canal de contagio desde la deuda pública hacia la privada tiene carácter eminentemente transfronterizo: cuando se deteriora la calidad de la deuda de un estado, puede afectar a bancos residentes en otros países en la medida en que cuenten con tales títulos en sus balances (así, por ejemplo, en la presente crisis se ha constatado la exposición de algunos grupos bancarios alemanes y franceses a la deuda griega, como posible vulnerabilidad), y en que estén expuestos a los bancos del país en crisis por la vía del mercado interbancario de crédito. También puede darse el contagio entre la deuda pública de un país y otro, lo que podría por terminar afectando al sistema financiero del «contagiado». Por último, se ha argumentado que un aumento del riesgo soberano podría generar un repunte

de la aversión al riesgo, así como conllevar un efecto expulsión respecto a los emisores privados (lo que es coherente con la fuerte correlación positiva entre los CDS públicos y privados europeos en 2010), todo lo cual tendría unos efectos adversos sobre las posibilidades de obtener financiación en los mercados por parte de las entidades financieras.

Para hacer frente a estos desafíos, la ortodoxia apunta algunas recomendaciones: por parte de las entidades financieras, se considera necesario una diversificación de sus balances en relación con la exposición a la deuda pública del país en que residen. En este sentido, se hace necesario utilizar fuentes de financiación con un valor más estable, como bonos con larga duración y depósitos minoristas (aunque estos no están exentos de fluctuaciones en épocas de incertidumbre), aplanar la senda de vencimientos de los títulos emitidos en la medida de lo posible, y llevar a cabo una estrategia de diversificación geográfica, teniendo en cuenta las cuentas públicas de los países en que operan.

Por otra parte, es clave tener unas cuentas públicas saneadas y sostenibles desde un punto de vista dinámico, que permitan hacer frente a posibles shocks sin alterar la estabilidad financiera de los países. Asimismo, es fundamental vigilar los posibles efectos adversos de la regulación financiera, que actualmente está sufriendo una profunda reforma, de modo que propicie un esquema de incentivos que evite la toma excesiva de riesgos y garantice la igualdad de las normas de juego en el ámbito internacional. En este contexto, uno de los capítulos que puede contribuir a suavizar el nexo entre riesgo soberano y privado es la puesta en marcha de regímenes de resolución de entidades, que están orientados a disminuir la expectativa de apoyo público a las entidades financieras en crisis, y fomentar una gestión responsable. Además, es vital llevar a cabo por parte de los bancos centrales una supervisión macroprudencial que esté orientada a una gestión adecuada del riesgo de crédito y de la liquidez. En este sentido, los bancos centrales pueden poner en marcha marcos operativos flexibles que admitan un amplio elenco de instrumentos financieros como garantía, pero teniendo en cuenta los riesgos que entraña esta flexibilidad, esto es, la traslación del riesgo de crédito al banco central, y eventualmente, un aumento del riesgo moral.

#### **IV. MERCADO ESPAÑOL DE DEUDA PRIVADA**

Para analizar la evolución del mercado español de deuda privada en los últimos años se podrían distinguir distintos períodos. Primero, hasta finales del 2007, destacan los altos volúmenes emitidos al mercado por entidades financieras, tanto de cédulas como de titulaciones y deuda no asegurada, si bien es cierto que ya en ese ejercicio se percibía una

tendencia decreciente, ante la llegada inminente de la crisis.

Segundo, desde finales del 2007 hasta el inicio del 2009, las colocaciones de bonos fueron en una gran mayoría retenidas por parte de los emisores, con los fines ya señalados. Además, cabe mencionar una pauta de emisiones que se repetirá en mayor o menor medida hasta nuestros días, al son de los espasmos en el mercado de deuda pública a partir del 2010. Este patrón consiste en la alternancia de períodos de muy escasa actividad, que en España han sido muy intensos y han afectado a la práctica totalidad de emisores financieros (incluso a las entidades de mayor tamaño), con otros de gran abundancia, en que las entidades aprovechan las oportunidades que les brinda el mercado para conseguir financiación a buen precio. Para sacar esta conclusión resulta útil considerar el volumen y ritmo de las emisiones a mercado (no las retenidas), ya que son las que reflejan mejor el mayor o menor apetito inversor, y en definitiva, la salud del mercado. Efectivamente, tras un período de ausencia de actividad, las primeras entidades en salir al mercado han sido las que tenían un mayor peso específico en el sector, como Santander y BBVA, que han actuado como punta de lanza en los momentos de mayor tensión financiera, normalmente con títulos a plazos relativamente cortos (entre 18 meses y 3 años), y que por su calidad y garantías, han sido bien acogidos por los inversores, como las cédulas. Poco después, cuando las condiciones de mercado se han asentado, estas entidades han acudido al segmento de deuda no asegurada, a la vez que otros bancos medianos y cajas se han animado a emitir nuevos títulos, siguiendo el mismo esquema: primero cédulas, y después, otros títulos de deuda.

En tercer lugar, finales de 2008 abre una nueva etapa caracterizada por el inicio de la puesta en marcha de un conjunto de medidas de apoyo al sector financiero, donde se enmarca el programa de avales públicos a las emisiones privadas: el objetivo era dar una garantía extra al inversor en forma de aval, para dar confianza al inversor y así facilitar la refinanciación de las entidades financieras a precios asequibles. Por aquel entonces, la tormenta de deuda pública europea apenas había comenzado, y los diferenciales del bono español a 10 años respecto al alemán rondaban los 80 puntos básicos, aunque ya venía mostrando una senda creciente desde hacía varios trimestres. En este sentido, de los cerca de 50.000 millones de euros de deuda no asegurada emitida por las entidades financieras españolas en el primer semestre del 2009, más del 80 por 100 fueron títulos avalados por el estado. Hasta mediados del 2010, en que despuntó la crisis griega, las emisiones se estabilizaron en cierta medida, aunque en niveles muy inferiores a los registrados antes de la crisis: las cédulas se recuperaron al abrigo del programa de compras puesto en marcha por el BCE y, dada su

aceptación para los inversores, sirvieron para obtener la financiación no obtenida vía deuda no asegurada (tanto en 2009 como en 2010 los bancos españoles emitieron alrededor de 40.000 millones de euros en cédulas, que, en el caso del 2010 se destinaron casi en su totalidad al mercado). Mientras tanto, en torno a finales del 2010, las titulizaciones registraron altos importes de volúmenes emitidos y retenidos, dada su falta de aceptación por los inversores.

Por último, como ya se ha comentado, en 2011 España e Italia han estado en el centro de atención. Efectivamente, el año comenzó con grandes volúmenes emitidos de cédulas, así como importes considerables de deuda no asegurada, todo a mercado. No obstante, a partir del mes de junio, el fuerte repunte de la aversión al riesgo (reflejado en el aumento pronunciado de los CDS sobre deuda privada, emulando las correspondientes alzas de los CDS sobre deuda pública española), la falta de credibilidad de las instituciones europeas para hacer frente a la crisis financiera, la debilidad del cuadro macro español, y las dudas sobre la salud de los bancos españoles, arrastraron a los emisores financieros. La última colocación a mercado realizada por una entidad española en 2011 la realizó BBVA a finales de octubre (deuda no asegurada), a gran distancia de la inmediatamente precedente, esto es, una colocación de cédulas territoriales por Santander a finales de mayo. Este mercado no volvería abrirse hasta inicios de febrero del 2012, estimulado por la inundación de liquidez que han supuesto las dos LTRO del BCE.

En este sentido, el recurso bruto de las entidades financieras españolas a la liquidez del BCE, LTRO incluidas, no ha parado de aumentar en los últimos meses, desde el 15 por 100 del total ofertado por la institución europea en diciembre del 2011, hasta cerca del 27,6 por 100 en abril del 2012 (más de 300.000 millones de euros), en línea con el dato de marzo. Esta proporción es algo superior al montante recibido por las entidades financieras de otros países, como las italianas, donde el recurso bruto a la liquidez del BCE rondó en abril el 24 por 100, cuota similar a la obtenida desde el mes de diciembre pasado. Por su parte, esta cifra para las entidades irlandesas viene descendiendo, desde diciembre, desde cotas próximas al 12,5 por 100 hasta las proximidades del 7,5 por 100. Y en el caso de las entidades portuguesas, se mantiene estable desde entonces en torno al 5 por 100 del total.

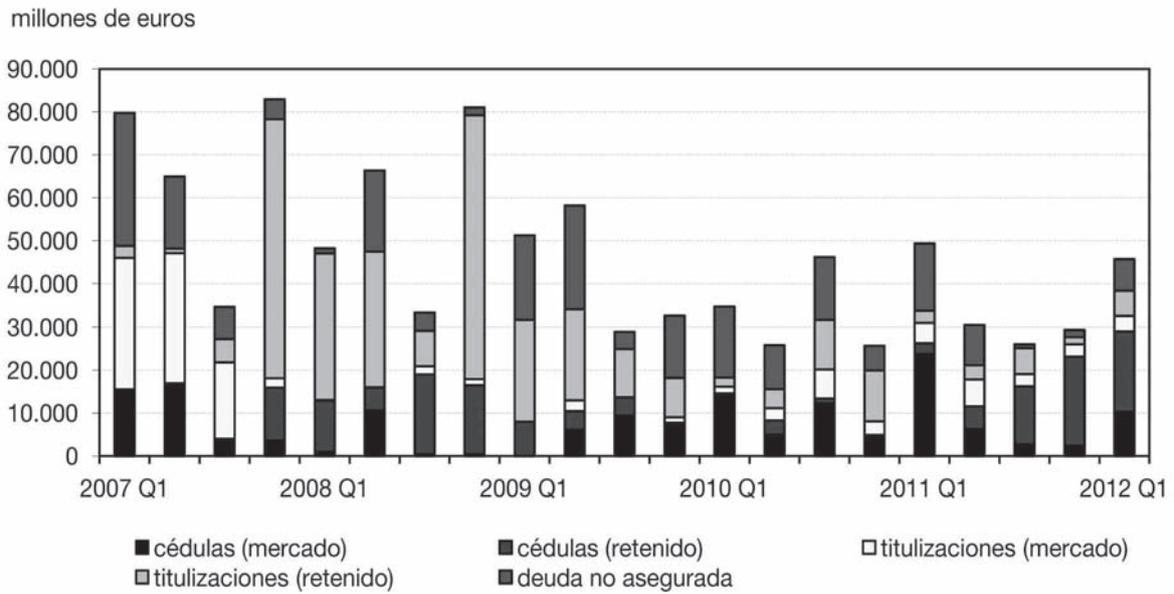
Por otra parte, en términos netos, esto es, descontando los fondos que las entidades han llevado a la facilidad de depósito del BCE, resulta llamativo que el recurso de las entidades financieras españolas a la liquidez de esta institución comunitaria asciende a casi el 70 por 100 del total provisto. Este dato es sintomático de las necesidades de financiación que tienen las entidades financieras españolas: vendría a ser una

consecuencia natural de las dificultades que los bancos han tenido en los últimos trimestres para refinanciarse en los mercados de deuda. Otro los instrumentos que ha servido en los últimos meses a los bancos españoles para conseguir nueva financiación ha sido la colocación de pagarés a corto plazo: la clave de su éxito ha sido su proximidad conceptual a los depósitos, soslayando, por parte del emisor, la obligación de contribuir en un determinado porcentaje al Fondo de Garantía de Depósitos. Sin embargo, que una proporción creciente de la financiación de las entidades descansa en títulos a corto plazo podría considerarse una vulnerabilidad notable.

Las subastas extraordinarias de liquidez del BCE han aliviado en gran medida las necesidades de fondos de los bancos españoles para el 2012, teniendo un efecto balsámico sobre los mercados en el momento de su ejecución, como se desprende de la evolución del mercado primario español en los primeros meses del año. Sin embargo, en un marco internacional de incertidumbre sobre la inestabilidad política en Grecia, ante la posibilidad de que el país heleno tenga que recurrir a un nuevo paquete de rescate, y en medio de las dudas sobre la solvencia de algunas entidades españolas y el cumplimiento del compromiso de déficit público de España para el 2012, las tensiones han vuelto al mercado español de deuda poco después de la puesta en marcha de las LTRO.

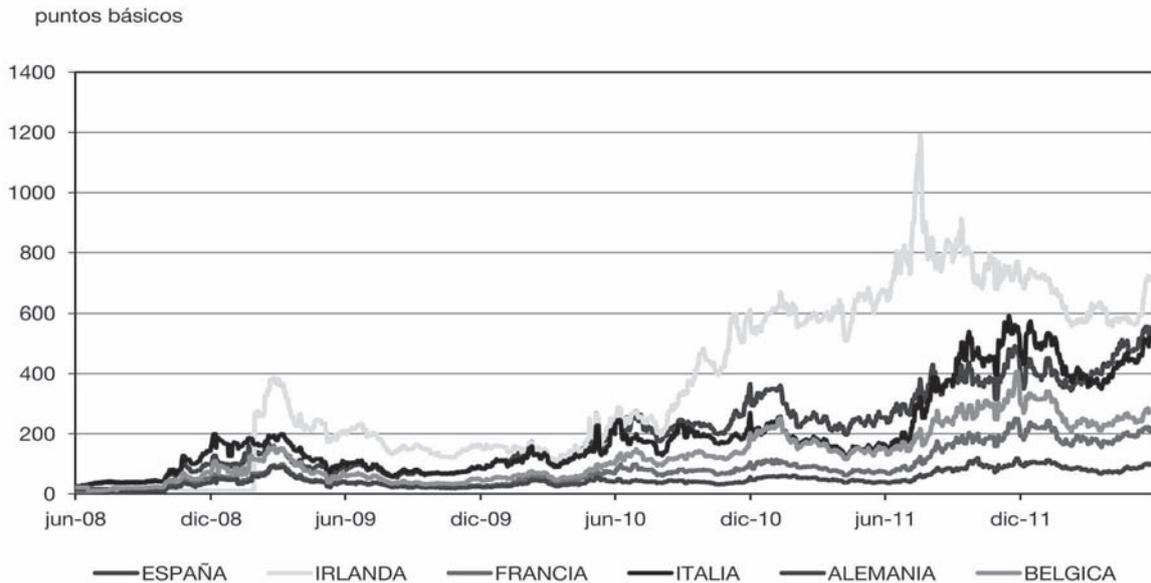
Para hacer frente a este desafío, el gobierno español lanzó en febrero (25) un nuevo paquete de reforma del sistema financiero, completado en mayo (26), con el objetivo de sanear balances y mejorar el gobierno corporativo de los bancos. Esta reforma podría tener repercusión sobre los mercados de deuda privada. Así, con el objetivo de cumplir con las provisiones adicionales que exige la reforma (en total, entre los reales decretos de febrero y mayo, más de 80.000 millones de euros), los bancos españoles podrían acudir al mercado para obtener los fondos necesarios (27). No obstante, cabría preguntarse ¿es esta una opción realista para los bancos españoles, en un escenario de fuerte volatilidad, restricción al crédito y aversión al riesgo de los inversores? Si esta vía no funcionase, ¿cuántas serían las entidades que se verían abocadas a emitir *CoCos*, ante su incapacidad de emitir bonos en los mercados?, y teniendo en cuenta el potencial impacto que tales operaciones podrían tener sobre las cuentas públicas, ¿cuál es la capacidad del estado de comprar *CoCos* emitidos por los bancos, en un contexto de fuerte restricción presupuestaria para cumplir con los objetivos establecidos por Bruselas? En cualquier caso, para que este esquema funcione, parece indispensable que la tranquilidad vuelva al mercado. De lo contrario, podría acentuarse el contagio, como se ha explicado en otro apartado de este artículo, desde la esfera privada a las ya de por sí maltrechas cuentas públicas. En este sentido, la intervención de Bankia en mayo, uno de los

GRÁFICO 4a  
**EMISIONES BRUTAS DE ENTIDADES FINANCIERAS ESPAÑOLAS**



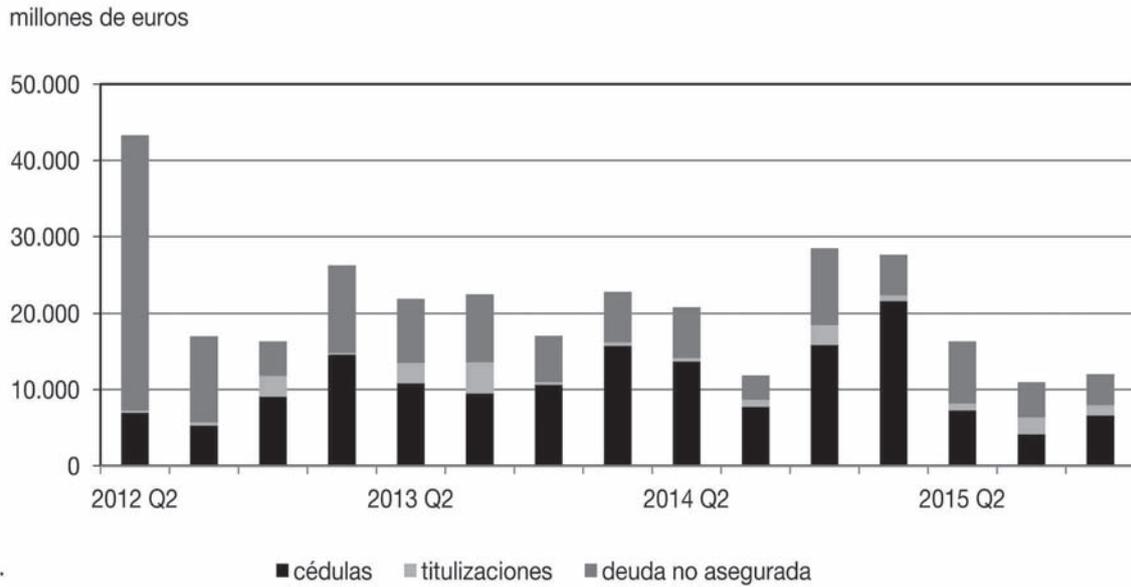
Nota: 2012 incluye datos hasta el 31 de marzo.  
 Fuente: Dealogic.

GRÁFICO 4b  
**CDS SOBRE DEUDA PRIVADA EUROPEA**



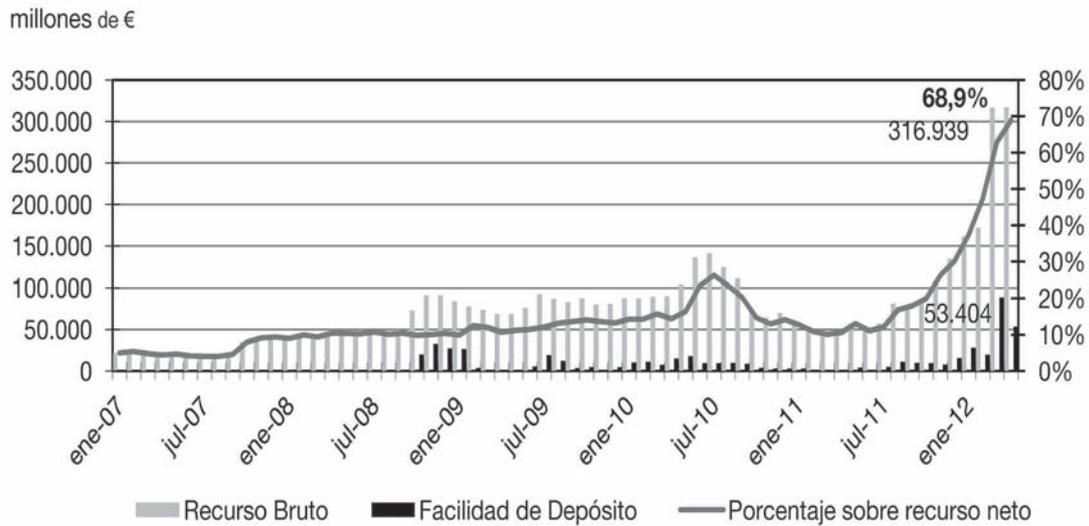
Nota: Cotización de los CDS a 5 años en euros.  
 Fuente: Bloomberg.

GRÁFICO 5a  
**VENCIMIENTOS DE TÍTULOS EMITIDOS POR ENTIDADES FINANCIERAS ESPAÑOLAS**



Nota: 2012 incluye datos desde el 1 de abril.  
 Fuente: Dealogic.

GRÁFICO 5b  
**RECURSO DEL SISTEMA FINANCIERO ESPAÑOL A LA LIQUIDEZ DEL EUROSISTEMA Y FACILIDAD DE DEPÓSITO**



Fuente: Elaboración propia a partir de datos del Banco de España.

principales grupos bancarios españoles, viene a hacer más presente este riesgo: aunque en el pasado reciente otras entidades financieras españolas han sido intervenidas por el estado, como Caja Castilla La Mancha y la CAM, en este caso se ha generado gran incertidumbre, dado el volumen de recursos públicos que serían necesarios para sanear la entidad.

En el centro de atención a lo largo de todo el 2011, ha estado la falta de capacidad de refinanciar deuda viva por parte de las entidades financieras españolas, en un contexto de cierre de mercados financieros, ralentización económica, fuertes restricciones crediticias en España y Europa, y profunda reestructuración del sistema financiero nacional. Efectivamente, a pesar de los avances hacia un sistema financiero más eficiente de los últimos dos años en que el número de cajas de ahorros se ha reducido drásticamente, el recrudescimiento de la crisis ha puesto de manifiesto que las entidades financieras españolas todavía tienen camino que recorrer para sanear sus balances, en la medida en que el empacho de ladrillo todavía no ha terminado de digerirse.

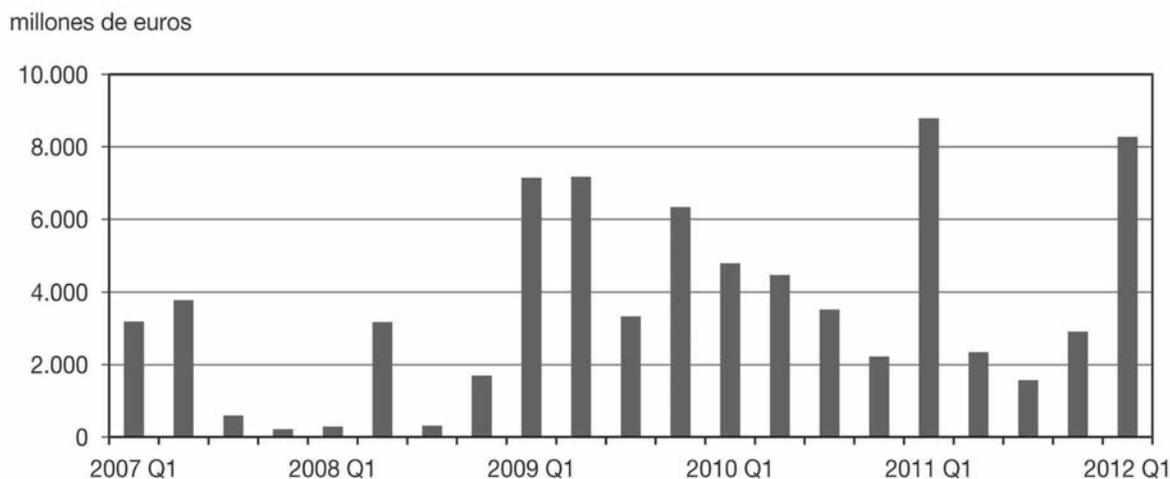
Para todo el 2012 se esperaba un alto volumen de vencimientos totales de deuda emitida por entidades financieras españolas, superando los 100.000 millones de euros, lo que suponía cerca del 10 po 100 del PIB español. En particular, la proporción correspondiente a deuda emitida por bancos y cajas respaldada por el estado (GGBs) se concentraba notablemente en los dos primeros trimestres del año (en el segundo trimestre del 2012, los vencimientos de este tipo de títulos, en gran parte emitidos a principios del 2009, han supuesto cerca de la mitad del total de deuda no asegurada mostrada en el gráfico). A partir del tercer trimestre del 2012 los vencimientos de deuda avalada por el estado caen a cifras muy bajas.

Por otra parte, los vencimientos de deuda no asegurada de entidades financieras españolas, aun siendo todavía de cierta entidad en los próximos años, en proporción al total van menguando a lo largo del tiempo. Así, entre los años 2013 y 2015 vencerán en torno a 83.000 millones de euros de deuda no asegurada, mientras que la misma cifra correspondiente a las cédulas supondrá cerca de 140.000 millones de euros. Este patrón creciente de vencimientos de cédulas se debe, en gran medida, a que, en la práctica, ha sido casi el único instrumento que muchos bancos españoles han tenido a su disposición para obtener financiación en los mercados de deuda. Además, los números correspondientes a finales del 2014 y principios del 2015 son atribuibles, en cierto modo, a que es el momento en que vencerá gran parte de títulos emitidos al amparo de las LTRO del BCE.

Por su parte, el mercado español de deuda privada de entidades no financieras es poco voluminoso y está limitado a un reducido número de emisores de sectores de telecomunicaciones y energía, principalmente (Telefónica, Repsol, Gas Natural, Iberdrola, entre otros). Además, las empresas no financieras ocasionalmente emiten pagarés de empresa a un plazo inferior a 18 meses, que se venden a inversores institucionales (como fondos de inversión y de pensiones) en colocaciones privadas. En cualquier caso, al igual que en el resto de Europa, los nombres no financieros españoles se han visto menos afectados que los bancos por el repunte de la incertidumbre en los episodios de máxima tensión. La menor aversión al riesgo hacia los títulos no financieros, en comparación con los financieros, se ve reflejada en la cotización de los CDS, sensiblemente inferior en el caso de los primeros desde el segundo trimestre del 2009. No obstante, no se puede ignorar el hecho de que al estar la matriz en España, estas empresas también se han visto afectadas en cierta medida por el riesgo soberano, y ello a pesar de que en sentido estricto en ocasiones *no son empresas españolas*, es decir, el accionariado (que es lo que determina, en última instancia, la propiedad de una sociedad) no está en su totalidad en manos de españoles, como antaño, cuando eran empresas públicas. En este sentido, la evidencia sugiere que criterios como la nacionalidad de los miembros del Consejo de Administración y la residencia de la matriz son más importantes que la propiedad de la compañía en sentido estricto, a la hora de determinar la susceptibilidad al contagio de una empresa no financiera. Por otra parte, y con carácter general, las condiciones de las emisiones a mercado han sido sensiblemente mejores que las ofrecidas por el Tesoro español en los últimos trimestres. En este sentido, a pesar de tratarse frecuentemente de títulos con plazos largos de vencimiento (más de 5 años, normalmente), las rentabilidades ofrecidas por las empresas españolas han sido sustancialmente inferiores a las correspondientes a las colocaciones de deuda pública y privada financiera.

Las entidades privadas no financieras españolas colocaron, con un perfil decreciente a lo largo del año 2010, bonos por un valor cercano a los 15.000 millones de euros, cifra similar a la correspondiente al 2011. Sin embargo, en realidad la proporción de títulos emitidos en el mercado, colocaciones privadas excluidas, ha sido sustancialmente mayor en 2010 que en 2011, cuando cerca de la mitad del volumen señalado se vendió privadamente a inversores institucionales. De todas las empresas no financieras españolas, entre 2010 y 2011, Telefónica es la que ha conseguido colocar mayor volumen de bonos por operación, acudiendo al mercado con cierta regularidad, y a unos plazos largos de vencimiento. Las operaciones a lo largo del 2011 han seguido un esquema cercano al reflejado por las entidades financieras, con una gran expansión en el primer

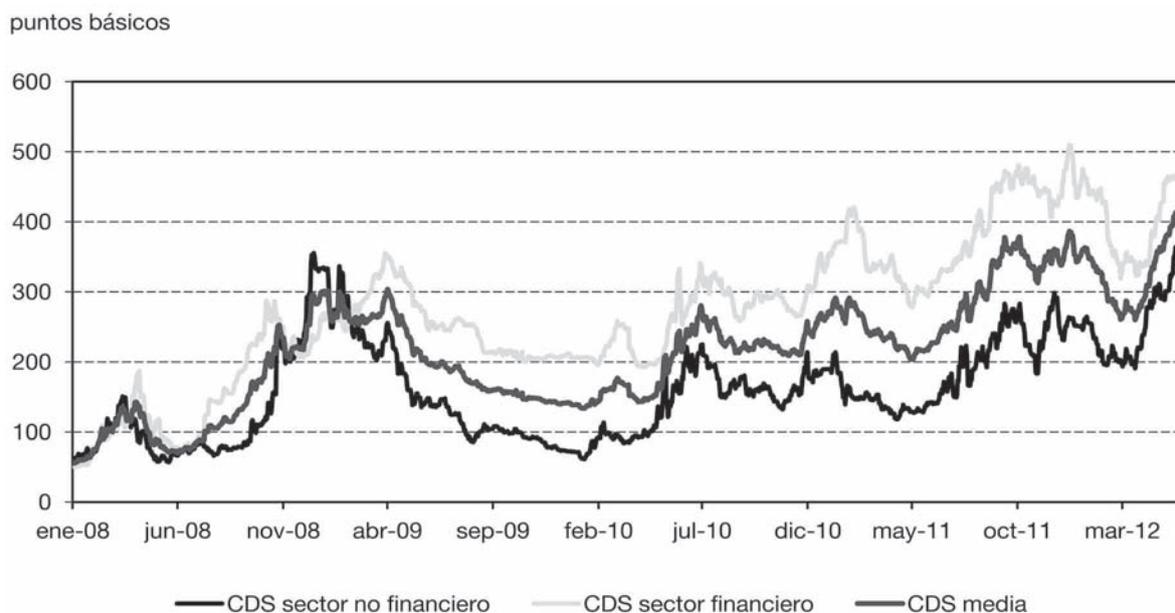
GRÁFICO 6a  
**EMISIONES BRUTAS DEL SECTOR NO FINANCIERO ESPAÑOL**



Nota: 2012 incluye datos hasta el 31 de marzo.

Fuente: Dealogic.

GRÁFICO 6b  
**CDS SOBRE DEUDA PRIVADA ESPAÑOLA**



Nota: «CDS sector no financiero»: media simple de CDS a 5 años en euros de Repsol, Telefónica, Gas Natural, Endesa e Iberdrola.

«CDS sector financiero»: media simple de CDS a 5 años en euros de BBVA, Santander, Sabadell, La Caixa y CAM.

«CDS media»: media simple de «CDS sector no financiero» y «CDS sector financiero».

Fuente: Bloomberg.

trimestre del año (a la par que la cotización de CDS se rebajaba en torno a 100 pb en el mismo período), para reducirse notablemente en trimestres siguientes. Habría que esperar a las medidas extraordinarias de liquidez implementadas por el BCE entre diciembre del 2011 y febrero del 2012, para que las empresas se volvieran a beneficiar, si bien efímeramente, del retorno de la confianza de los inversores.

## V. CONCLUSIÓN

La última década se ha caracterizado por un crecimiento económico sostenido en gran parte del mundo desarrollado, que en un marco de bajos tipos de interés, inadecuada regulación del sistema financiero y ausencia de aversión al riesgo, ha fomentado un endeudamiento excesivo, tanto público como privado. Los grandes desequilibrios mundiales acumulados durante los años de bonanza comenzaron a precipitar el ajuste a partir del estallido de la crisis *subprime* en EE. UU., para trasladarse después a Europa tomando forma de crisis de deuda pública. En Europa, los defectos de la construcción del euro se han hecho patentes en la fase bajista del ciclo, y han puesto de manifiesto la falta de competitividad de muchas economías europeas. De la evidencia en los mercados de deuda pública y privada en los últimos años se desprenden las siguientes conclusiones:

— En los últimos años se ha constatado un contagio bidireccional entre la deuda pública y la deuda privada, sobre todo, de entidades financieras. Entre los canales de contagio destacan las voluminosas tenencias de deuda soberana de estados con cuentas públicas poco saneadas por parte de las entidades financieras. Asimismo, un sistema financiero muy vulnerable puede llevar a nacionalizaciones de bancos que se terminan traduciendo en un déficit excesivo y una deuda pública insostenible.

— En Europa, los acontecimientos en torno a la crisis de la deuda pública han marcado el paso de los mercados de la renta fija privada en los últimos trimestres. Desde el primer momento, los temores del contagio de la deuda griega, pública y privada, a los sistemas financieros de Alemania y Francia, ha supuesto un incentivo a insuflar oxígeno a la economía helena de forma continuada. Entre tanto, la incertidumbre se ha extendido a otros países del área euro, dificultando considerablemente la manejabilidad del problema. Las instituciones europeas, por su parte, se han mostrado incapaces de afrontar este desafío de forma contundente en su estado inicial.

— En los picos de incertidumbre todos los mercados de deuda privada europeos, independientemente del país, o del instrumento financiero de que se trate,

han sentido el azote en mayor o menor medida, del repunte de la aversión al riesgo. La diferencia ha estado en la velocidad del retorno a la normalidad, que ha sido desde muy rápida en el mejor de los casos, hasta mínima en el extremo contrario, es decir, en aquellos mercados incapaces de restaurar la confianza.

— Por tipo de empresas, el sector no financiero europeo ha conseguido capear el temporal en cierta medida, prescindiendo del encarecido crédito bancario y ahondando, por tanto, en la desintermediación financiera. Dada la diversificación geográfica de sus fuentes de ingresos, la percepción del riesgo aparejado a estas sociedades es menor, en muchos casos, que la correspondiente a los estados en que residen. Ha desaparecido, por tanto, el paradigma de que la deuda pública se caracteriza por ser libre de riesgo.

— Por regiones europeas, podría diferenciarse una dicotomía entre:

a) Aquellas áreas que han podido mantenerse en cierto modo al margen de la tensión, como Alemania, Francia y Países Bajos, donde las entidades financieras y no financieras han acudido en general con buen ritmo a los mercados mayoristas y donde las rentabilidades del secundario se han mantenido ciertamente contenidas. Las jurisdicciones que están mostrando mayores signos de solidez son las nórdicas: de hecho, en ellas se siguen observando emisiones a mercado de bonos de titulización, muy estigmatizados tras el inicio de la crisis, y prácticamente ausentes desde entonces en el resto de países.

b) Los estados europeos periféricos como Grecia, Portugal, Irlanda, España e Italia. Dado el alto endeudamiento público y privado que caracteriza a estas economías y en ausencia de la política cambiaria para ganar competitividad, las maltrechas cuentas públicas, en un escenario de estancamiento económico o recesión, han perjudicado fuertemente a los emisores privados, cuya situación de partida era, en ocasiones, muy vulnerable. En particular, los bancos se han visto notablemente afectados por un sustancial ascenso de las rentabilidades de sus bonos en el secundario, largos períodos de sequía en el primario y repuntes de la aversión al riesgo puesta de manifiesto en la cotización de sus CDS, exacerbando en consecuencia el efecto procíclico de la restricción en el crédito.

— Por tipos de títulos, aquellos que presentaban mayor seguridad han sido los preferidos por un alto número de emisores en la mayoría de las jurisdicciones, tanto por su mayor facilidad de colocación entre inversores en tiempos de crisis, como por la posibilidad de obtener a cambio mayor volumen de liquidez en el interbancario y en las subastas del BCE. Así, los *covered bonds* han ganado protagonismo en contraposición con

la deuda no asegurada, que ha perdido popularidad a causa de su mayor riesgo asociado, así como de su potencial participación en la resolución de entidades financieras. Por su parte, las titulaciones han quedado relegadas a unas pocas jurisdicciones.

— A principios del 2012, las entidades financieras europeas y españolas afrontaban, respectivamente, unas necesidades de refinanciación del orden de 700.000 y 100.000 millones de euros. Las inyecciones de liquidez del BCE han supuesto un alivio de las tensiones, sin embargo, sus efectos se han tornado efímeros, en la medida en que ha aumentado con fuerza la desconfianza generada por la crisis griega y la capacidad de España para hacer frente a sus desafíos.

## NOTAS

(1) Se habla indistintamente de deuda o «renta fija», en contraposición a la «renta variable», sin embargo, esa denominación «fijo-variable» no es del todo rigurosa. Si entendemos renta como sinónimo de rentabilidad, es evidente que en la «renta variable», que normalmente se identifica con las acciones, la rentabilidad es variable al depender de conceptos que pueden cambiar en el tiempo: la política de distribución de dividendos, las variaciones experimentadas por los beneficios de la sociedad, las posibles plusvalías o minusvalías derivadas de la variación del valor de los títulos y la estrategia de tesorería de la empresa, entre otros factores. Por su parte, en la «renta fija» la rentabilidad también es variable, dado que se verá afectada por la evolución de los tipos de interés, a menos que se decida mantener el título hasta su vencimiento, en cuyo caso su rentabilidad sí coincidiría con lo comprometido en el momento de su emisión, y por tanto sí podría decirse que su rentabilidad es fija. En conclusión, normalmente la rentabilidad no es fija ni en los títulos de «renta fija» ni en los de «renta variable».

Otra opción es considerar el término «renta» en el sentido de un flujo de fondos que un título reparte periódicamente. En este caso, tanto en la renta variable como en la fija, ese concepto puede cambiar con el tiempo. En las acciones es evidente, mientras que el cupón que reparten los títulos de deuda puede ser fijo, variable (a partir de un índice más un diferencial), e incluso inexistente, en los bonos cupón cero.

En realidad, una diferencia esencial entre la deuda y la renta variable estriba en que en la primera se sabe de antemano cuál va a ser el flujo de fondos que va a generar un título hasta su vencimiento y con qué periodicidad. Sin embargo, en los títulos de renta variable este concepto se desconoce a priori.

(2) Una clasificación horizontal aplicable a títulos de deuda, bien pública, bien privada, es aquella que se realiza en función de su calidad crediticia. Los bonos de grado de inversión son aquellos que tienen una calificación igual o superior a BBB/Baa, según las agencias de *rating* Standard&Poors y Moody's, respectivamente. Cuando esta nota es inferior a tal umbral, los bonos se denominan, indistintamente, de grado especulativo, de alto rendimiento o bonos basura.

(3) Los primeros *covered bonds* de la historia fueron las alemanas Pfandbriefe, emitidas por primera vez en 1769. En 1850, se permitió a un banco hipotecario alemán vender estos títulos como un mecanismo para financiar préstamos hipotecarios. La estandarización legal de estos instrumentos llegaría en el año 1900. A lo largo de sus más de 200 años de historia no se ha producido un solo caso de quiebra de las Pfandbriefe, y hoy en día constituyen aproximadamente el 25 por 100 del volumen mundial vivo de *covered bonds*.

(4) Del total de 2,5 billones de euros de *covered bond* vivos a finales del 2010, 1,8 billones tenían como activo de garantía préstamos hipotecarios (72 por 100), 600.000 millones de euros, préstamos a

las administraciones públicas (24 por 100). El 4 por 100 restante tenía como activos de garantía préstamos para la construcción de buques y activos mixtos.

(5) Los emisores europeos de *covered bonds*, a través del European Covered Bond Council, y en colaboración con reguladores e inversores, han lanzado la iniciativa «Label», cuya puesta en funcionamiento se prevé para finales del 2012. Para obtener esta identificación, los *covered bonds* deberán cumplir con un conjunto de características en términos de estandarización y transparencia en relación con la cesta de garantías subyacente.

(6) Las agencias de *rating* se vienen fijando en el impacto que la potencial quiebra del emisor puede tener sobre los pagos de principal, habida cuenta de que el vencimiento de los activos subyacentes es normalmente mayor que el de los bonos correspondientes.

(7) A mediados de junio del 2011, 25 jurisdicciones europeas estaban activas en el mercado de *covered bonds*, habiendo expectativas de que nuevos países, dentro y fuera de Europa, fueran a establecer un marco jurídico al efecto (Bélgica, Rumanía, Australia, Canadá, Japón, Corea del Sur, Nueva Zelanda y EE. UU).

(8) Las cédulas territoriales son conceptualmente similares a las hipotecarias. La diferencia radica en que, en las primeras, el activo subyacente está constituido por un conjunto de préstamos y créditos concedidos por el emisor a las administraciones públicas (estado, comunidades autónomas y entes locales), organismos autónomos y entidades públicas empresariales dependientes de ellos. Sin embargo, existen algunas diferencias en el régimen jurídico aplicable a ambos títulos. Por ejemplo, en las cédulas territoriales, el importe total emitido por una entidad de crédito no puede ser superior al 70 por 100 del importe del activo subyacente, mientras que tal porcentaje asciende al 80 por 100 en el caso de las cédulas hipotecarias.

(9) En este trabajo estamos suponiendo que la cédula hipotecaria se corresponde con el *covered bond*. Sin embargo, esta cuestión no es pacífica en la doctrina. Así, muchos expertos aseguran que el bono hipotecario se incardina mejor que la cédula en la definición de *covered bond*. En este sentido, la cédula sería un título con mayor calidad que los *covered bonds* europeos.

(10) Tradicionalmente, el objeto de las operaciones de titulación ha consistido en un gran número de activos de tamaño pequeño relativamente homogéneos relacionados con el consumidor (como es el caso de las hipotecas para la adquisición de vivienda), con lo que se reducía el riesgo idiosincrático de la cartera. No obstante, el riesgo sistémico derivado, por ejemplo, de la caída de los precios de la vivienda, podría afectar al valor de la titulación, como de hecho ha sucedido.

(11) Los SPV se configuran jurídicamente como patrimonios separados, carentes de personalidad jurídica, y por tanto, incapaces de ser sujetos de derechos y obligaciones. Por ello, normalmente una sociedad gestora se encargará de su constitución, administración y representación.

(12) En España, las titulaciones tienen su origen en los Fondos de Titulación Hipotecaria, constituidos al efecto y, generalmente, por entidades financieras que tienen en su cartera diversos préstamos hipotecarios.

(13) Hay quien argumenta que los *covered bonds* no permitirían generar los beneficios derivados de la transferencia del riesgo ni el alivio de capital asociado a la titulación, y en consecuencia, las perspectivas de crecimiento económico aparejadas a una economía dominada por la financiación vía *covered bonds* podrían ser menos alcistas que en una economía en que la titulación tuviese un papel más importante. El razonamiento subyacente es la supuesta mayor eficiencia asignativa del riesgo de las titulaciones. Sin embargo, para que esa mayor eficiencia cristalice en un crecimiento económico sostenible, sería necesario que la información fuese perfecta y los agentes racionales, algo que se ha puesto en cuestión tras la crisis financiera.

(14) En la agenda regulatoria internacional del G20 hay un capítulo abierto cuyo objetivo fundamental es reducir la dependencia excesiva de todo el sistema financiero (no solo las titulaciones, sino también otros instrumentos, agentes y mercados) respecto a las calificaciones de las agencias de *rating*, si bien los avances están siendo lentos, al requerir la coordinación, principalmente, entre EE. UU. y la UE para minimizar el arbitraje internacional.

(15) En los años previos a la crisis financiera, el creciente apalancamiento de los inversores se explica por la búsqueda de activos con mayor riesgo y rendimiento, en un escenario de bajos tipos de interés. Como existía un mercado secundario muy limitado para estos instrumentos, a menudo se valoraban utilizando modelos bancarios internos, no valores de mercado. Por otra parte, se experimentó un gran aumento de la titulización en la zona euro, sobre todo mediante la emisión de RMBS. Una consecuencia de dicho aumento ha sido la modificación del tamaño y funcionamiento de los mercados de crédito, afectando a los incentivos de los bancos para conceder crédito y reaccionar ante variaciones de política monetaria.

(16) Ver «Key attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions», Octubre 2011, FSB.

(17) Una dificultad para poner en práctica este mecanismo sería la definición con precisión del desencadenante para que un bono se convierta efectivamente en capital.

(18) A menos que explícitamente se señale otra cosa, los datos que se presentan en este trabajo hacen referencia a títulos emitidos a medio y largo plazo, excluyendo, por tanto, aquellos que tienen un plazo de vida corto, menor o igual a 18 meses. Los gráficos de emisiones y vencimientos excluyen, en todo caso, la deuda a corto plazo.

(19) De acuerdo con este programa, el BCE compró 60.000 millones de euros en covered bonds desde julio de 2009 hasta junio de 2010. El emisor de dichos bonos debía estar incorporado al área euro, lo que excluyó bonos canadienses, daneses, noruegos, suecos y americanos. Además, los bonos debían cumplir los requerimientos para que fueran considerados títulos de bajo riesgo, de acuerdo con lo establecido en el artículo 22(4) de la UCITS. Por otra parte, las emisiones debían ser de al menos 500 millones de euros, y nunca de menos de 100 millones. Por lo que respecta a la calidad crediticia, el BCE estableció que, en términos generales, los títulos debían tener un *rating* de al menos AA/Aa por alguna de las 4 grandes agencias (Fitch, Moody's, S&P o DBRS) y en ningún caso, ser de grado especulativo.

(20) En paralelo a la agenda regulatoria pública, la industria, a través de la Asociación Europea de Mercados Financieros, está planeando lanzar en el tercer trimestre del 2012, una iniciativa con el objetivo de restaurar la normalidad en los mercados europeos de titulaciones. Así, el proyecto denominado «Prime Collateralised Securities» servirá para identificar aquellos productos que cumplan con unos criterios de buenas prácticas, en términos de estandarización, transparencia, calidad y simplicidad.

(21) La «deuda no asegurada» mostrada en el gráfico recoge la actividad emisora principalmente en el segmento de grado de inversión y de grado especulativo. Asimismo, incluye, a partir del último trimestre del 2008, la deuda avalada por los gobiernos o GGB.

(22) «Borrowers turn lenders as banks tap firms for cash», Reuters, 9 January 2012. «Cash-rich corporates move into lending», efinancialnews.com, 6 February 2012.

(23) CGFS, nº 43, «The impact of sovereign credit risk on bank funding conditions», Julio 2011, BIS.

(24) A finales de 2010, más de 200 bancos en 16 economías avanzadas habían emitido un volumen equivalente a cerca de 1 billón de euros en bonos garantizados por los estados. La emisión acumulada y las garantías aportadas por los estados son equivalentes al 5 por 100 y 11 por 100 del PIB de las economías avanzadas,

respectivamente.

(25) Real Decreto-ley 2/2012, de 3 de febrero, de saneamiento del sector financiero.

(26) Real Decreto-ley 18/2012, de 11 de mayo, sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero.

(27) El Real Decreto-ley 18/2012 señala que «En particular, si así lo considera el Banco de España a la vista de la situación económica-financiera de las entidades, estas vendrán obligadas a solicitar apoyo financiero público a través de la intervención del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria, institución que podrá inyectar recursos en las entidades a través de la adquisición bien de capital ordinario, o bien de otros instrumentos convertibles en capital». Por tanto, la norma contempla la posibilidad de que los bancos emitan *CoCos*, que serían adquiridos por el estado a través del FROB a un coste para la entidad que aproximadamente duplica el correspondiente a la deuda pública. Posteriormente, si se estimase que el banco emisor en cuestión no puede recomprar los *CoCos* en el plazo máximo de 5 años, esos bonos en poder del estado se convertirían en acciones.

## BIBLIOGRAFÍA

BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION (2011), *Joint Forum*, «Report on Asset Securitization Incentives» (Julio 2011), *Bank for International Settlements*.

COMMITTEE ON THE GLOBAL FINANCIAL SYSTEM, «The Impact of Sovereign Credit Risk on Bank Funding Conditions», Julio 2011, Bank for International Settlements. *CGFS Papers*, Nº 43

EUROPEAN CENTRAL BANK (2012), «Corporate Indebtedness in the Euro Area», *Monthly Bulletin*, Febrero.

FINANCIAL STABILITY BOARD (2011), «Key Attributes of Effective Resolution Regimes for Financial Institutions».

KIFF, J.; SCARLATA, J.; JOBST, A., y KISSER, M., (2009), «Restarting Securitization Markets: Policy Proposals and Pitfalls», capítulo 2, *Global Financial Stability Report*.

KWON, S. y WILL, F. (2010), *Covered Bond Guide*, primera edición, The Royal Bank of Scotland.

MARQUÉS SEVILLANO, J.M., y SANCHÍS ARELLANO, A. (2009), «Los instrumentos híbridos en los recursos propios de las entidades financieras: naturaleza y cambios tras la crisis financiera», *Revista de Estabilidad Financiera*, noviembre.

MARQUÉS-IBÁÑEZ, D., y MATAS MIR, A., (2009) «Titulización en la zona euro: nuevas perspectivas», *Papeles de Economía Española*, nº 122.

PAREJO GÁMIR, J. A.; RODRÍGUEZ SAÍZ, L.; CUERVO GARCÍA, A., y CALVO BERNARDINO, A. (2007), 20ª edición, *Manual del Sistema Financiero Español*, Ariel.

SÁNCHEZ CALERO, F., y SÁNCHEZ-CALERO GUILARTE, J. (2010), 33ª edición, *Instituciones de Derecho Mercantil*, Thomson Reuters, Aranzadi.

URÍA, R. MENÉNDEZ, A. (coords.) (2001), *Curso de Derecho Mercantil II*, Civitas.

VARIOS AUTORES (2011), *European Covered Bond Fact Book*, European Covered Bond Council.

[http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search\\_database](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database)



# Líneas de actuación acometidas por el Banco Central Europeo destinadas a garantizar la estabilidad financiera en la Zona Euro

Juan Calvo Végez (\*)

## I. INTRODUCCIÓN. LA ADOPCIÓN POR EL BCE DEL SECURITIES MARKETS PROGRAMME

Como seguramente se recordará con fecha de 2 de diciembre de 2010 el Banco Central Europeo (BCE) garantizó proporcionar a los bancos comerciales de la Zona Euro toda la liquidez que necesitasen hasta finales de junio del año 2011 mediante la puesta en marcha del denominado *Securities Markets Programme* (SMP), previéndose que la cuantía de las adquisiciones realizadas resultase acorde al mal funcionamiento que mostraba el mercado. Sin embargo la adopción de la citada medida no fue acompañada por otro tipo de medidas extraordinarias esperadas por el mercado como, por ejemplo, la ampliación de la compra de deuda pública de países de la Eurozona con problemas de financiación en los mercados, como España.

Una semana después, esto es, con fecha de 9 de diciembre de 2010, en su «Informe sobre Estabilidad Financiera», el BCE procedió a cuantificar los compromisos de deuda que debían afrontar las entidades financieras integradas en la Eurozona dentro de los próximos dos años, ascendiendo dicha cantidad, aproximadamente, a un billón de euros, esto es, prácticamente el equivalente al Producto Interior Bruto (PIB) español (1), señalándose en dicho Informe que «*El incremento de las dificultades para acceder a la financiación refleja el impacto directo de la crisis de la deuda soberana en la liquidez de los mercados financieros y la relación entre la posición global de los gobiernos y la salud de sus respectivos bancos nacionales*». En el citado Informe quedó asimismo puesto de manifiesto que, a pesar de que las emisiones repuntaron de manera considerable en el mes de septiembre de 2010 (2), el importe colocado durante los diez primeros meses del citado año fue un 10 por 100 inferior respecto al mismo período de un año antes.

Sin lugar a dudas en este marco el conjunto de los bancos comerciales tenían, ante sí, el desafío de alcan-

zar una refinanciación a lo largo de los próximos años, dado que en la actualidad se encuentran compitiendo por los fondos con el Sector público, pudiendo incluso llegar a encarar riesgos de refinanciación en el supuesto de que no lograsen emitir la misma deuda que les vaya venciendo (3).

En resumen, a través del citado Informe el BCE solicitó a las entidades financieras la consecución de una mayor transparencia sobre su exposición a la deuda pública, poniéndose igualmente de manifiesto en el mismo que el incremento del fondo de rescate previsto para los países de la Zona Euro podría contribuir a mejorar la actual crisis padecida por la deuda soberana (4).

Como es sabido de un tiempo a esta parte viene desatándose una verdadera «guerra» entre las distintas entidades financieras por los fondos de los clientes bancarios motivada, en buena medida, por el conjunto de tensiones existentes en los mercados de financiación mayorista. Se trata, además, de una estrategia que puede llegar a incidir sobre los márgenes y la rentabilidad del sector. De este modo, al haberse visto afectado en determinados países (caso, por ejemplo, de España) el acceso de la banca a la financiación mayorista, el tipo de interés de los depósitos resultó incrementado de manera significativa, en contraste con la evolución de carácter lineal experimentada en países con una situación más sólida (5).

Dada esta situación apuntó el BCE en su Informe de Estabilidad Financiera de 9 de diciembre de 2010 que «*En el futuro, algunas entidades podrían seguir sufriendo una presión al alza en sus costes de financiación como consecuencia de mayores tipos de interés en los depósitos a partir de ahora, en caso de que el coste y acceso a los mercados mayoristas no mejore significativamente*». Dicha circunstancia provocó además que la citada institución optase por prolongar la refinanciación de la deuda a medio y largo plazo a

través de subastas, prolongando la denominada «barra libre» de liquidez (liquidez ilimitada) de las subastas a una semana hasta, al menos, el 12 de abril de 2011 y a uno y tres meses hasta, al menos, finales del primer trimestre de 2011, celebrándose tres subastas a tres meses en 2011 (los días 26 de enero, 23 de febrero y 30 de marzo de 2011), igualmente con liquidez ilimitada, como consecuencia de las agudas tensiones existentes en la actualidad en los mercados financieros.

El BCE rechazó ya desde un primer momento adoptar una actuación de *Quantitative Easing* similar a la llevada a cabo por la Reserva Federal Norteamericana (FED) y consistente en la imprenta masiva de billetes, optando en cambio por aquella otra estrategia consistente en la adquisición inesperada frente a los especuladores de paquetes de bonos de países de la Eurozona que se hallen en riesgo, con la finalidad de coger a aquéllos a contracorriente en la operación cuando se posicionan «en corto», esto es, cuando apuestan por una bajada del mercado (6). Estimaba así la citada institución comunitaria que no era necesario realizar una compra multimillonaria de bonos con la finalidad de lograr su objetivo de aplacar la tensión en los mercados de bonos, siendo en definitiva el objetivo último mantener controlada la inflación en niveles cercanos por debajo del 2 por 100, mejorándose así el mecanismo de transmisión de la política monetaria. Todo ello sin perjuicio de la necesidad de poner en marcha en el ámbito de la eurozona y en el medio plazo planes de consolidación fiscal (7).

De cualquier manera parecía claro que, con independencia de que el BCE pudiera llegar a «rebajar» el pánico del inversor, debían ser los Gobiernos de la UE los encargados de tomar las medidas necesarias para convencerles de que redujesen el déficit público. Dicho de otro modo, el BCE no debía asumir el papel de «soportar» a los países de la periferia. Debían ser los Gobiernos los encargados de tomar las medidas oportunas para hacer frente a los retos que encaraba la Eurozona. Y dichas medidas habían de ser aquellas necesarias para que los objetivos fiscales fijados resultasen creíbles.

Dentro del ámbito comunitario, a lo largo de la tercera semana del mes de febrero de 2011 el Banco Central Europeo destinó 369 millones de euros a la adquisición de bonos de los países de la Eurozona, un 48 por 100 menos que en los siete días anteriores. Como ya se ha señalado la citada institución comunitaria inició el pasado 10 de mayo de 2010 la compra de bonos gubernamentales con la adquisición de 16.500 millones de deuda pública en los mercados secundarios, cantidad que redujo progresivamente hasta prácticamente cero en el mes de octubre de 2010, si bien dicha cantidad resultó reactivada con posterioridad ante el recrudecimiento de la crisis de la deuda soberana de la periferia del euro.

Durante el mes de febrero de 2011 el BCE optó por continuar aplazando los cambios que podrían provocar las crecientes tensiones inflacionistas. Los tipos de interés se mantuvieron en el 1 por 100, con los mercados pendientes de hipotéticas futuras subidas de tipos, las cuales podrían verse condicionadas por el hecho de que el Índice de Precios al Consumo (IPC) de la zona euro supere el objetivo 'límite' del 2 por 100.

Lo cierto es que el recurso de la banca española a las medidas extraordinarias de liquidez del Banco Central Europeo bajó con fuerza en enero de 2011. Concretamente, y según información facilitada por el organismo emisor, los bancos y cajas solicitaron 53.120 millones de euros en el primer mes de 2011, un 20 por 100 menos que en diciembre de 2010, lo que constituía su cifra más baja desde octubre de 2008 gracias al alivio de los mercados de deuda experimentados durante las semanas correspondientes a finales de enero y principios de febrero de 2011.

Frente a los máximos que alcanzó en junio por el desbordamiento de la crisis fiscal de Grecia, cuando el sector solicitó al BCE 130.000 millones, el porcentaje de dinero que recibieron las entidades españolas frente al total bajó al 15 por 100. Esta cifra representaba la mitad del 30 por 100 de hacía medio año, si bien se situaba aún por encima del 10 por 100 que suponía el sistema financiero de España en la Eurozona. En todo caso nuestras principales entidades financieras volvieron a emitir deuda y, paralelamente, siguieron recurriendo a las Cámaras de Compensación Interbancaria, donde se prestan dinero entre sí a través de acuerdos de recompra (repos), dejando en aval títulos del Tesoro, aunque solo a corto plazo y con penalizaciones para las cajas.

Tradicionalmente desde el Banco Central Europeo se ha venido exigiendo acometer una vigilancia más severa de la situación presupuestaria y de la deuda de los países de la Zona Euro, así como sanciones más fuertes en la reforma de la Unión Europea. Se persigue con ello la adopción de una estructura de gobierno más ambiciosa para asegurar el suave funcionamiento de la Unión Económica y Monetaria (UEM), debiendo apelarse al Parlamento Europeo y al Consejo Europeo para fortalecer las propuestas. Exige así el BCE la adopción de un mayor automatismo en todos los procedimientos de vigilancia, incluido el nuevo marco de «vigilancia macroeconómico», estimándose que es necesario establecer unos plazos y límites estrictos para evitar procedimientos prolongados a la hora de corregir déficit excesivos durante una recaída económica severa.

De conformidad con lo señalado por el supervisor comunitario no se debe permitir al Consejo o la Comisión Europea extender los plazos límites para corregir los déficits excesivos, reducir o cancelar las sanciones financieras por circunstancias económicas excepciona-

les o por petición del país afectado. El nuevo marco de vigilancia macroeconómica habría de quedar enfocado claramente hacia aquellos países de la Zona Euro que presentan en la actualidad elevados déficits, pérdida significativa de competitividad y elevados niveles de deuda privada y pública, así como otra vulnerabilidad que amenace la Unión Económica y Monetaria. Se ha defendido así desde el BCE la necesidad de adoptar unas sanciones automáticas en el Pacto de Estabilidad para aquellos países de la Eurozona que incumplan los compromisos del Pacto de Estabilidad, adquiriendo así un carácter más automático desde que se constaten y sin posibilidad alguna de derogación.

Pues bien, a resultas de lo anterior con fecha de 19 de abril de 2011 la Comisión de Asuntos Económicos de la UE aprobó endurecer las sanciones contra los países con déficit y desequilibrios excesivos, de manera que estas fuesen casi automáticas y no dependiesen de decisiones políticas de los Estados miembros, tal y como solicitaba el BCE. Se culminó así el acuerdo preliminar alcanzando por los Veintisiete en el mes de marzo de 2011 sobre la adopción de un nuevo sistema de multas de hasta el 0,2 por 100 del PIB (que en España supondrían 2.000 millones de euros) mucho menos estricto que las propuestas originales de la Comisión, al otorgar un mayor plazo de tiempo a los países incumplidores para corregir sus problemas, otorgándose además un mayor margen de maniobra a decisiones políticas del Consejo ECOFIN.

En todo caso estas nuevas normas debían ser aprobadas tanto por los Ministros de Economía como por el Parlamento, abriéndose un período de negociación entre la Eurocámara y los Veintisiete con el objetivo de alcanzar un acuerdo antes del mes de junio de 2011. En general a través del conjunto de enmiendas introducidas y aprobadas se pretendía reforzar el papel de la Comisión Europea en todas las etapas del proceso y restablecer el carácter casi automático de las sanciones, de forma que fuese más difícil escapar de estas mediante la negociación política entre los Estados miembros, como ocurrió con Francia y Alemania en 2003. En algunos supuestos se solicitaban incluso multas más altas que las que había propuesto originalmente Bruselas.

En el hipotético caso de que fuesen aceptadas las enmiendas del Parlamento Europeo el Ejecutivo comunitario gozaría de poderes adicionales para realizar visitas regulares a los Estados miembros con el objetivo de revisar la situación económica, identificar posibles riesgos o examinar si son suficientes o no los esfuerzos de ajuste de un país.

Debe destacarse no obstante el hecho de que estos nuevos rebotes de tensión en la deuda periférica no evitaron que el BCE continuase su política de dejar

de comprar bonos la cual, a fecha de 16 de mayo de 2011, duraba ya siete semanas. Se optó así por parte del supervisor comunitario por no ejecutar su programa de compra de deuda, que permanecía de esta forma estancado en los 76.000 millones de euros invertidos inicialmente. Esta inactividad no se vio además alterada, tal y como se ha señalado, por los nuevos episodios de crisis en la deuda periférica, que habían tenido como detonante a Grecia, y a su posible reestructuración de deuda.

Con fecha de 28 de marzo de 2011 se conoció además que el BCE preparaba un nuevo fondo destinado a facilitar liquidez a las entidades europeas en dificultades. Esta nueva facilidad de crédito vendría así a reemplazar la por aquel entonces existente línea de Asistencia de Liquidez de Emergencia (ELA por sus siglas en inglés). Se trataría de un fondo denominado «Facilidad para bancos en reestructuración» que podría regularizar la actual situación y ganar tiempo para permitir un saneamiento ordenado de los balances de diversos bancos, entre ellos los irlandeses. El Fondo tendría un plazo indefinido y estaría ligado a condiciones estrictas bajo la supervisión regular del Consejo de Gobierno del BCE (8).

Con fecha de 4 de agosto de 2011 el BCE anunció que volvía al mercado de deuda pública, manteniendo activo el programa de compra de bonos por el que el citado organismo ya había adquirido cerca de 75.000 millones de euros en deuda de algunos países en apuros. Concretamente los bonos adquiridos por el BCE pertenecían a Irlanda y Portugal, con la finalidad de ayudar a restaurar la transmisión de la política monetaria.

Asimismo se anunció que, con fecha de 9 de agosto de 2011, el BCE volvería a inyectar liquidez en los mercados prestando dinero a los bancos en una operación extraordinaria que se prolongaría durante seis meses. De este modo en dicha fecha se reactivarían las medidas extraordinarias de liquidez del BCE, en una operación de liquidez con vencimiento a 6 meses, volviendo a abrir la barra libre a los bancos para aliviar las tensiones que azotan a los mercados a través de una operación de refinanciación articulada mediante un procedimiento de subasta a tipo de interés fijo y adjudicación plena. En cuanto a los tipos de interés, se mantuvieron en el 1,5 por 100.

Sin embargo, con fecha de 7 de agosto de 2011, el BCE anunció que compraría deuda de Italia y España, implementando así su programa de compra de bonos SMP, al objeto de prevenir la expansión de la crisis de deuda de la Zona Euro, ayudando así a restaurar una mejor transmisión de las decisiones de política económica tomando en consideración segmentos disfuncionales del mercado y asegurando la estabilidad de precios en el área del euro (9).

En esta misma línea durante la tercera semana del mes de agosto de 2011 el BCE compró deuda pública por valor de 14.291 millones de euros, que incluyeron sobre todo, bonos españoles e italianos, tras los ataques especulativos producidos en fechas pasadas, y al objeto de evitar un contagio a estos países de la crisis de endeudamiento. Hasta dicha fecha el BCE había adquirido deuda pública de la Zona Euro por valor de unos 110.500 millones de euros. La cantidad semanal más alta de débito adquirido se produjo durante la primera semana del mes de agosto de 2011, cuando el BCE comenzó adquirir endeudamiento de España e Italia, países con un volumen alto de emisión de deuda soberana, sobre todo Italia. Hasta entonces el BCE solo había adquirido deuda de países pequeños como Grecia, Irlanda y Portugal y la compra máxima de 16.500 millones de euros se había producido en mayo de 2010, tras estallar la crisis de endeudamiento griega, que obligó a la intervención (10).

Como ya se ha señalado con la compra de deuda pública se crea el riesgo de que aumente la inflación. Y, a tal efecto, con fecha de 23 de agosto de 2011 el BCE procedió a retirar del mercado, durante siete días, unos 110.500 millones de euros en una subasta a tipo variable en la que ofreció a los bancos comerciales un tipo de interés máximo del 1,5 por 100 (11).

Debe precisarse sin embargo que lo que hacía el BCE era comprar títulos del mercado secundario, nunca valores gubernamentales, ya que se estimaba que no se podía usar la compra en mercado secundario para sortear el principio del respeto riguroso de la disciplina presupuestaria.

En todo caso nos hallamos ante una actuación que ha sido criticada, entre otros, desde el *Bundesbank* alemán, al estimarse que las medidas de política monetaria y financiera adoptadas en la crisis de endeudamiento de la Zona Euro agotan el marco que tenía hasta ahora la Unión Monetaria y los límites entre la responsabilidad de la política monetaria y financiera, lastrando la confianza en los bancos centrales, lo que obliga a tener que reducir los riesgos adicionales asumidos. Con carácter adicional se afirmaba que la barra libre del BCE podría terminar disparando las dudas sobre la disponibilidad de la Zona Euro para afrontar los préstamos a largo plazo y la crisis de deuda soberana. Se consideraba así desde el supervisor alemán que las decisiones sobre más adquisiciones de riesgos debían ser aprobadas por los Gobiernos y los Parlamentos, ya que solo así son legítimas democráticamente (12).

Desde nuestro punto de vista el BCE está legitimado para adquirir bonos en el mercado secundario, al margen de que puedan operar limitaciones de compra, debiendo tratarse de un programa temporal y condicionado al comportamiento de cada Estado miembro,

teniendo en cuenta situaciones y reformas concretas. Téngase presente que el Tratado de Funcionamiento atribuye al BCE una independencia notable, aunque siempre con la obligación de servir a las políticas de la UE, a saber: economía tendente al pleno empleo y al progreso social, estabilidad de precios y estabilidad, también, del sistema financiero. Este marco jurídico amplio permite a la entidad bancaria central una capacidad de gestión importante ante situaciones financieras distintas y trayectorias y comportamientos diferentes de los Estados miembros.

Como ya se ha señalado el BCE ha venido comprando desde mayo de 2010 deuda pública de los países de la Zona Euro que tienen dificultades de refinanciación en el mercado de deuda soberana. La entidad monetaria comenzó a adquirir con efectos desde el 8 de agosto de 2011 deuda de España e Italia para frenar movimientos especulativos contra estos países, que dispararon su prima de riesgo frente al bono alemán por encima de los 400 puntos básicos y la rentabilidad por encima del 6 por 100. Hasta el 1 de septiembre de 2011 el BCE adquirió bonos públicos por valor de unos 115.500 millones de euros, de ellos casi unos 43.000 desde el 8 de agosto de 2011, contribuyendo así a que caiga la rentabilidad de la deuda de España a Italia hasta el 5 por 100.

Recuérdese no obstante que, con fecha de 21 de julio de 2011, los jefes de Estado y de Gobierno de la Eurozona acordaron que la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera pudiera comprar deuda soberana en el mercado secundario, lo que liberaría al BCE de esta función que, para sus opositores, conlleva responsabilidades de política fiscal que no le corresponden a la entidad monetaria (13).

Por otro lado con fecha de 7 de septiembre de 2011 se conoció que las entidades bancarias de la Zona Euro habían depositado en el Banco Central Europeo durante el día anterior 169.640 millones de euros, pese a que la citada entidad remuneraba el dinero solo al 0,75 por 100, ante el aumento de la incertidumbre económica y el nerviosismo en los mercados financieros. Dicha cantidad fue, hasta la citada fecha, la más alta depositada a lo largo del 2011. Este aumento de los depósitos de un día en el BCE indicaba que habían reaparecido tensiones en el mercado de dinero ante la pérdida de confianza, ya que los bancos no se prestan entre ellos porque desconocen la exposición de otros institutos de crédito a la deuda soberana de los países de la Zona Euro.

Con fecha de 15 de septiembre de 2011 el BCE anunció la realización de tres operaciones adicionales a aquellas otras que había venido realizando en las semanas anteriores a dicha fecha consistentes en la adquisición de deuda española e italiana, a resultas

de las cuales se efectuarían inyecciones de liquidez en dólares con vencimiento de tres meses hasta finales de 2011, en vista de las tensiones en el mercado de dinero. Una decisión que el supervisor adoptó en coordinación con la Reserva Federal estadounidense, el Banco de Inglaterra, el Banco de Japón y el Banco Nacional Suizo (SNB). La entidad monetaria europea llevó a cabo las subastas de dólares el 12 de octubre, el 9 de noviembre y el 7 de diciembre.

A través de la realización de estas operaciones el BCE pretendió cubrir la necesidad de dólares en el mercado en los próximos meses, ante los crecientes problemas de crédito que estaban encontrando las entidades financieras. Adicionalmente estas inyecciones adicionales de liquidez habrían de permitir reducir la volatilidad. No obstante los citados bancos centrales se encargaron de clarificar que, pese a estas nuevas operaciones, se mantendrían las actuales subastas en dólares con vencimiento a siete días que se anunciaron el 10 de mayo de 2010.

## **II. PRINCIPALES CONSECUENCIAS DERIVADAS DE LA ADQUISICIÓN DE DEUDA SOBERANA DE LOS PAÍSES PERIFÉRICOS POR EL BCE**

Tal y como se ha venido señalando, desde que se inició la actual crisis de deuda el Banco Central Europeo ha comprado bonos de los países con problemas, y no solo de los rescatados, sino también (con efectos desde el pasado mes de agosto) de países como España e Italia. Su intervención no ha estado exenta de críticas, a pesar de que las compras se han producido en cantidades muy moderadas y han sido posteriormente «esterilizadas», al retirarse del mercado una cantidad igual de dinero.

¿Cuáles serían los principales efectos negativos a los que podría conducir una intervención ilimitada del BCE? En primer lugar, la no intervención del BCE en la quita del sector privado en Grecia mandaría un mensaje negativo al mercado, hasta el punto de que dicha decisión podría ser interpretada en el sentido de que, a la hora de cobrar, los títulos del organismo tienen preferencia frente a los de los tenedores privados. Recuérdese a este respecto que en Grecia el BCE no ha aceptado acudir al programa de reestructuración de inversores privados. Pues bien los inversores podrían pensar que dicha situación podría volver a plantearse en el futuro, desincentivándose así su apuesta por la deuda pública. Y ello especialmente si se tiene presente que los reguladores están solicitando en la actualidad a los bancos que actualicen sus exposiciones a los bonos soberanos a valor de mercado. De este modo, en el supuesto de que los mismos se deteriorasen ello generaría un gran desincentivo para que los bancos mantengan grandes inventarios de deuda en su cartera de negociación.

En segundo término el desarrollo de una constante política de estímulos podría terminar provocando que el BCE perdiese apoyos entre los Estados de la Zona Euro más críticos con la monetización de la deuda y con el consecuente riesgo de una inflación disparada. Tal y como se ha puesto de manifiesto desde el propio *Bundesbank*, la monetización de la deuda no es una opción para salir de la crisis, lo que representa una forma de descartar la opción de comprar cantidades ilimitadas de bonos. Ello podría conducir a que, finalmente, los precios se desbocasen cuando, como es sabido, el control de la inflación constituye el principal cometido del BCE. Inicialmente la inflación interanual en la Zona Euro se mantuvo en octubre de 2011 en el 3 por 100, la misma cifra que en septiembre de ese año, aunque estaba por encima del objetivo del 2 por 100 marcado por el organismo.

Por otro lado cabe plantearse hasta qué punto una intervención ilimitada del BCE podría llegar a implicar que los Estados no cumplieran con sus responsabilidades porque el BCE les ayudaría igualmente. Finalmente si el BCE optase por esta opción de manera indefinida podría terminar desatándose una crisis política en la Zona Euro, máxime teniendo presente que hay Estados como, por ejemplo, Alemania, que se hallan en la actualidad en desacuerdo con la adopción de estímulos.

Ahora bien, también cabría la posibilidad de estimar que la Eurozona no sufre un problema de liquidez que se pueda resolver con inyecciones de dinero por parte del BCE a los países o bancos con problemas para financiarse, sino que padece una crisis provocada por el déficit externo por cuenta corriente de varios países, entre los que figuran Grecia, España, Italia y Portugal. A tal efecto, y al objeto de cubrir dicho déficit de financiación, una opción a corto plazo sería la transferencia de dinero de los países con superávit (caso de Alemania) a los que tienen déficit, esto es, una transferencia de recursos reales ejecutada por los Gobiernos y no por el BCE, que únicamente podría crear dinero. A ello habría que añadir el hecho de que los mercados financieros quieren ver un plan creíble de los países con déficit para recuperar su competitividad y evitar que vuelvan a disparar su desequilibrio externo. Y, al no resultar posible recuperar la competitividad mediante una devaluación al formar parte del euro, podría resultar necesario acometer una «devaluación interna», con un descenso de salarios para que aumente la productividad.

Otra posibilidad susceptible de ser analizada sería aquella en virtud de la cual el BCE (que, dada su condición de Banco Central, cuenta con recursos ilimitados para comprar deuda de los países con problemas) sea la institución que otorgue una señal de firmeza y confianza a los mercados mediante la realización de una serie de préstamos al FMI a través de los cuales el Banco Central eludiría sus estatutos y utilizaría al FMI

de puente para inyectar apoyo financiero a países que se encuentran en la línea de frente de las tensiones, como España e Italia.

No obstante Alemania ha venido rechazando que el BCE compre deuda de los países periféricos de manera masiva con la finalidad de tratar de frenar la especulación sobre la deuda de los estados con más problemas, involucrándose con una mayor decisión en el fondo de rescate de la Eurozona. De hecho, con fecha de 17 de noviembre de 2011 esta posibilidad de que el FMI recibiese dinero del BCE para apoyar a los países con problemas contribuyó a calmar ligeramente los ánimos en los mercados de renta fija. La prima de riesgo española, que en dicha fecha había llegado a tocar los 500 puntos, se calmó hasta los 470 puntos. También la de Italia se vio beneficiada por esta especulación hasta llegar a bajar de los 500 puntos. La francesa por su parte, descendió hasta los 174 puntos, desde un máximo histórico de 205 puntos.

En todo caso, ¿Podía acceder a los mercados el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, que aún tenía que recaudar 9.700 millones de euros, por ejemplo, de Irlanda? ¿Qué profundidad tendría la recesión de la Eurozona, provocada por una mala gestión de la crisis? ¿Podrían los líderes de la eurozona alejar el fantasma de la ruptura de la Zona Euro?

Con fecha de 2 de diciembre de 2011 se supo que el BCE podría prestar entre 100.000 y 200.000 millones de euros al Fondo Monetario Internacional para reforzar el apoyo que este organismo iba a otorgar a la Eurozona, tal y como pidieron en el Eurogrupo los ministros de Finanzas del euro. De este modo el BCE mantendría su independencia porque no prestaría directamente dinero a los países del euro. Por otro el FMI obtendría nuevos recursos para apoyar con créditos bilaterales a países que pudiesen necesitarlo. Se trataba de una posibilidad que legalmente resultaba factible, ya que la financiación de los bancos centrales a organismos como el FMI no es considerado como una facilidad de crédito en el sentido del actual Tratado.

Recapitulando, dada la persistente situación de crisis en la que se halla inmersa la deuda soberana y las dudas planteadas sobre el grado de solvencia de algunas entidades financieras, el BCE puede acometer las siguientes líneas de actuación.

En primer lugar, una rebaja de tipos. Como seguramente se recordará el BCE elevó los tipos de interés en abril y julio de 2011, pese al contexto de crisis. Sin embargo, el mercado barajaba la posibilidad de que la economía entrara en una recesión, con lo que la institución podía corregir esas dos subidas. En dicho caso se trataba de la segunda vez que la institución tenía que dar un giro de 180 grados a su política. En

octubre de 2008, poco después de la quiebra del banco estadounidense *Lehman Brothers*, tuvo que rebajar los tipos, después de que en julio de dicho año los hubiera elevado hasta el 4,25 por 100. Como es sabido en la actualidad, y con efectos desde el 8 de diciembre de 2011, el tipo de interés de referencia del BCE se sitúa en el 1 por 100.

En segundo término, acometer subastas de liquidez. Téngase presente que el BCE presta todo el dinero que necesitan los bancos a plazos de entre una semana y tres meses. Los miembros del Consejo, al hilo de esta posibilidad, consideraron en su día la posibilidad de retomar las subastas a un plazo de doce meses. La primera vez que el BCE realizó una operación de este tipo fue en junio de 2009, cuando más de 1.000 bancos europeos pidieron 442.000 millones a la institución a cambio de un tipo fijo del 1 por 100. Celebró dos subastas más a un año, la última, en diciembre de 2009. Ahora bien cabría igualmente la posibilidad de que el BCE realizase también una subasta a seis meses. De hecho ya lo hizo en agosto de 2011. Un grupo de 114 entidades captaron casi 50.000 millones de euros. Sin embargo dicha operación no fue suficiente para reactivar el mercado interbancario, en el que se prestan los bancos entre sí.

Con fecha de 15 de septiembre de 2011 el conjunto de los distintos Bancos Centrales anunciaron una alianza destinada a prestar liquidez en dólares a los bancos europeos, acordándose la realización de tres subastas a un plazo de tres meses y por importe ilimitado. Muchos bancos europeos, normalmente de gran tamaño, tenían compromisos a corto plazo en dólares y estaban encontrando dificultades para cubrirlos.

Una tercera alternativa podría ser la compra de cédulas. A tal efecto la institución ya puso en marcha en mayo de 2009 un programa de compra de deuda privada destinado a facilitar el acceso de las entidades financieras a los mercados mayoristas de financiación. En concreto, se hizo con más de 60.000 millones de euros en *covered bonds* (cédulas). Con ello consiguió rebajar los costes de financiación y la banca volvió a emitir. Sin embargo se ha de reconocer que las entidades estaban encontrando dificultades para acceder a los mercados mayoristas a unos precios asequibles. La desconfianza sobre el sector disparó sus *Credit Default Swaps* (CDS) o seguros contra impago de la deuda a máximos y, con este panorama, parecía casi imposible que las entidades pudieran volver a emitir en el corto o medio plazo.

En todo caso este programa se añadiría al de compra de deuda pública (SMP). El BCE tuvo que reactivarlo el pasado 8 de agosto de 2011. En concreto, para intervenir en los mercados español e italiano. Desde entonces adquirió títulos por valor de más de 70.000

millones de euros, si bien se trataba de una solución para ganar cierto margen de tiempo hasta que el Eurogrupo pusiese en marcha por fin las medidas aprobadas con fecha de 21 de julio de 2011. Dentro de estas medidas estaba la relativa a que el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF, por sus siglas en inglés) asumiese dicha función.

Finalmente la última alternativa se centraría en la modificación de los tipos aplicados en la facilidad de depósito y en la ventanilla de emergencia. Piénsese que cuando se producen episodios de alta tensión, los bancos se refugian en la facilidad de depósito del BCE. Se trata de una especie de hucha que la institución pone a disposición de la banca para que deposite su excedente de liquidez a un día, de manera que cuando aumenta es porque los bancos no se fían y, en vez de prestarse el dinero entre ellos, prefieren dejarlo a buen recaudo en el BCE. Ciertamente, junto a las subastas rutinarias el BCE ofrece la posibilidad de que los bancos acudan a la ventanilla de emergencia para obtener liquidez cualquier día laborable. Sin embargo a cambio les aplica un tipo penalizador elevado, del 2,25 por 100 actualmente. También se podría reducir en la misma proporción que el tipo de interés oficial.

¿Tiene el BCE capacidad para apoyar a los bancos de la Zona del Euro y a los mercados de la deuda soberana? A nuestro juicio el supervisor comunitario ha de respaldar a aquellas entidades financieras que se encuentran sometidas a presión, sin perjuicio de que las actuaciones acometidas por aquél en los mercados de la deuda soberana adquieran un carácter limitado y condicionado. En todo caso parece razonable estimar que la capacidad con la que cuenta el BCE de extender su apoyo a la liquidez genera una mayor confianza que aquella otra que puedan despertar otros organismos.

### **III. EL ALCANCE DE LAS OPERACIONES DE CARRY TRADE**

Con fecha de 26 de octubre de 2011 el BCE decidió retomar las subastas de liquidez a un plazo de un año, procediendo a prestar todo el dinero que le solicitasen los bancos europeos, con lo que podrían cubrir sus necesidades hasta octubre de 2012. Y, con carácter adicional, se comprometió a realizar otra subasta del mismo tipo el 21 de diciembre de 2011, a un plazo de trece meses.

Tradicionalmente el BCE había inyectado dinero a plazos de entre una semana y tres meses, pero de forma limitada. Sin embargo, con el estallido de la actual crisis financiera a partir de finales de 2008, el BCE abrió la barra libre de liquidez y prestaba a tipo fijo todo el dinero que le pedía la banca. Además, aumentó los plazos de las subastas, a seis y doce meses. En

2009, por ejemplo, celebró tres a 12 meses. Y, a lo largo de 2011, se vio obligado a prestar dinero a seis meses y a doce meses, manteniendo la barra libre hasta, al menos, junio de 2012.

*A priori* la realización de este conjunto de nuevas subastas habría de beneficiar a toda la banca europea, que recibiría el dinero que pidiesen a cambio de un activo que pusieran como garantía, normalmente deuda pública. Igualmente supondría un alivio para las entidades españolas, que afrontan vencimientos de deuda por importe de 106.000 millones de euros en 2012 y, desde finales de mayo de 2011 no habían podido realizar ninguna emisión.

Sin embargo, a pesar de que la realización de estas subastas constituía un balón de oxígeno para la banca, podría no ser suficiente. Y es que, a nuestro juicio, el BCE debía poner en marcha medidas con las que se lograsen reabrir los mercados de deuda para que las entidades volvieran a emitir. Por otro lado, además de celebrar nuevas subastas a un plazo de doce meses el BCE acordó retomar la compra de *covered bonds* o cédulas, invirtiendo 40.000 millones de euros tanto en el mercado primario como secundario entre noviembre de 2011 y octubre de 2012.

En todo caso ha de tenerse presente que los bancos europeos pueden acudir a las subastas si a cambio otorgan un activo que actúa como aval o garantía. A este respecto el BCE aplica una penalización o *haircut* a estos activos en función de su calidad. La deuda pública se encuentra en el grupo de la mejor valorada y la penalización se reduce a en torno el 10,5 por 100 según el *rating* que otorguen las Agencias de Calificación. No ocurre así, en cambio, con las cédulas y con otros activos como las titulizaciones o fondos que emiten deuda respaldada por un paquete de préstamos. Sin embargo, la institución monetaria optó por rebajar la penalización que aplica a las titulizaciones en las subastas desde el 16 por 100 aplicable hasta principios de noviembre de 2011. A cambio, las entidades debían proporcionar información más detallada de los préstamos que avalan la deuda de esas titulizaciones.

Con fecha de 26 de octubre de 2011 el BCE adjudicó un total de 56.934,45 millones de euros entre 181 bancos de la Zona Euro con vencimiento a doce meses. Concretamente el BCE adjudicó un total de 56.934,45 millones de euros entre 181 bancos de la Zona Euro con vencimiento a doce meses y un interés fijo que habría de ser determinado al vencimiento del préstamo, en la primera de las subastas a más largo plazo reintroducidas por la institución para combatir las tensiones en los mercados y facilitar el acceso a financiación de la banca europea. Este importe de la citada subasta de liquidez a doce meses contrastaba de manera llamativa con los 442.240 millones de euros repartidos entre 1.121

entidades en junio de 2009, cuando el instituto emisor europeo celebró la primera de este tipo de subastas. Por otro lado el BCE adjudicó 44.564,35 millones de euros entre 91 bancos de la eurozona en una operación de subasta de liquidez con vencimiento a tres meses.

Con fecha de 30 de noviembre de 2011 los seis grandes bancos centrales, esto es, el Banco Central Europeo (BCE), la Reserva Federal estadounidense (FED), el Banco de Inglaterra (BoE), el Banco de Japón (BoJ), el Banco Nacional de Suiza (SNB) y el de Canadá anunciaron la puesta en funcionamiento de una nueva acción coordinada, del mismo modo que hicieran con fecha de 15 de septiembre de 2011, al objeto de inyectar liquidez al sistema financiero mundial. El objetivo de esta nueva acción coordinada no era otro que tratar de aliviar las tensiones de los mercados financieros y, por tanto, mitigar la carencia de crédito de los hogares y los negocios y estimular la actividad económica.

No obstante la citada medida incluía una novedad respecto al resto de macro inyecciones realizadas por los bancos centrales de forma coordinada, al extender al resto de divisas las líneas de intercambio (*swaps*) de liquidez, de manera que las mismas no tuviesen por qué ser dólares. Las nuevas líneas de liquidez estarían vigentes hasta el 1 de febrero de 2013.

Por otro lado a resultas de esta acción coordinada los bancos centrales rebajaron el coste de los requisitos de reservas en dólares en 50 puntos básicos con efectos desde el 5 de diciembre de 2011. En todo caso esta acción coordinada puesta en marcha no impedía que el Banco de Inglaterra, el Banco de Japón, el Banco Central Europeo y el de Suiza continuaran ofreciendo subastas a tres meses, al menos, hasta nuevo aviso. Dichos bancos centrales acordaron además, como medida de contingencia, establecer una línea de liquidez bilateral para suministrar fondos en cualquiera de sus jurisdicciones y en cualquiera de estas divisas mientras las condiciones de los mercados así lo aconsejasen.

Como ya se ha señalado con fecha de 8 de diciembre de 2011 el BCE bajó los tipos de interés en un cuarto de punto, hasta el 1 por 100, para hacer frente a la crisis de deuda y económica en la Zona Euro. De este modo, las tasas se colocaron en su mínimo histórico, alcanzado en 2009 durante la crisis financiera, nivel en el que se mantuvieron hasta el mes de abril de 2011. Asimismo el BCE redujo la facilidad marginal de crédito, por la que presta dinero a los bancos durante un día, hasta el 1,75 por 100, y la facilidad de depósito, por la que remunera el dinero, hasta el 0,25 por 100 con efectos a partir del 14 de diciembre de 2011. De este modo se amplió la barra libre a 36 meses mediante dos operaciones, triplicándose el periodo anterior, que estaba limitado a 12 meses, y relajándose los requisitos necesarios para

nutrirse de esa barra libre ya que, con anterioridad, para obtener liquidez las entidades podían entregar colaterales que estuvieran garantizadas. Lo cierto es sin embargo que, pese a estas medidas, los bancos mantenían tipos de interés muy altos en los préstamos que se hacen entre sí por la desconfianza existente a la inversión en deuda soberana europea.

¿Cuál es la razón fundamental por la que BCE se ha venido negando a aplicar un *Quantitative Easing*? La principal argumentación esgrimida por el Banco emisor es que el Tratado que le dio origen no se lo permite, debido a que con la creación de dinero nuevo en el sistema pondría en peligro el cumplimiento de su mandato, es decir, el de controlar los precios. Téngase presente la operatividad de la prohibición de concesión de créditos del BCE a los Gobiernos y la adquisición directa por estos de instrumentos de deuda emitidos por aquel. Sin embargo existe otra forma indirecta de apoyar a los Gobiernos sin asumir un riesgo moral como este: prestar todo el dinero que pida la banca, lo que incentiva, a su vez, la compra de deuda pública por parte del sector financiero. Es decir, el BCE alivia los problemas de financiación de la banca y, a su vez, la banca alivia los problemas de financiación de los Estados. Cabe preguntarse no obstante hasta qué punto interviniendo un ente público como el BCE en el mercado secundario el beneficio que se obtiene resulta «indirecto».

De un tiempo a esta parte las entidades financieras han venido comprando deuda pública con intereses superiores al 4 por 100 que, además, no les consume capital, acudiendo con ellos al BCE para captar financiación al 1 por 100, o al revés. Con esta operativa, conocida como *carry trade*, consiguen sacar un margen sustancioso que tiene un impacto muy positivo en las cuentas de resultados, en un momento en el que el negocio típico bancario (el de captar pasivo y dar créditos) se encuentra completamente paralizado.

*A priori*, en condiciones normales los bancos preferirían prestarse dinero entre ellos en el llamado mercado interbancario, puesto que las condiciones de los negocios a un día con el BCE no son favorables. No obstante, actualmente este mercado se está viendo afectado por la crisis de la deuda y por el hecho de que algunos bancos tienen en cartera títulos de deuda soberana de los países en crisis. El BCE remunera el dinero depositado diariamente por los bancos al 0,25 por 100, una rentabilidad que se sitúa muy por debajo del 1 por 100 en el que se ha venido situando el precio oficial del dinero, y por debajo del 0,372 por 100 que obtienen en el mercado interbancario a un día.

Los bancos utilizan este dinero prestado para comprar a su vez deuda soberana de países como Italia, Grecia o España, cuya rentabilidad es mayor (en torno

al 5 por 100). De este modo las citadas entidades reciben una enorme cantidad de dinero a un coste o interés realmente bajo (en este caso un 1 por 100) lo que les permite invertir ese dinero en valores que saben les darán una rentabilidad mucho más alta en el futuro. Ha de precisarse sin embargo que, al menos hasta la fecha, las entidades bancarias no han trasladado ese beneficio que sacan en prestar dinero a familias y empresas, como sería lo deseable, sino a sanear su balance ante los vencimientos futuros de deuda, procediendo de este modo al saneamiento de sus cuentas.

La banca española (al igual que sucede con la italiana o la francesa) ha ido aumentando su apelación al BCE en los últimos meses. Su deuda con la institución superaba los 97.000 millones a 30 de noviembre de 2011 (máximos desde septiembre de 2010). Se trataba, además, de una tendencia que continuó en los meses siguientes, ya que se preveía que la banca acudiese en masa a las subasta del BCE a celebrar en la tercera semana del mes de diciembre de 2011, debido a los vencimientos que tenía que afrontar el sector bancario en 2012, de 120.000 millones en España y más de 800.000 millones en Europa.

Se trata, no obstante, de una actuación que parece chocar con la pretensión de la Autoridad Bancaria Europea (EBA, por sus siglas en inglés) de que el sector aumente el capital por su exposición a la deuda soberana. Y es que, si bien el *carry trade* se presenta como una operativa con la que la banca mejora, de forma artificial, sus cuentas de resultados, termina poniéndose en riesgo el verdadero objetivo que persigue el BCE con las nuevas medidas de liquidez, a saber, que el crédito fluya de nuevo a la economía real.

Con fecha de 21 de diciembre de 2011, y por vez primera en la historia, el BCE salió al rescate del sector financiero al prestar todo el dinero que le pidiese la banca europea a un plazo de tres años, con la finalidad de tratar de fijar las bases para que el crédito fluya hacia la economía real. De este modo la totalidad de los bancos del Eurosistema pudieron recibir la liquidez que necesitasen a cambio de un tipo de interés que dependería de la evolución del tipo oficial, el 1 por 100. A cambio, habrían de ofrecer un activo como aval con el que el BCE se cubría de posibles pérdidas. A través de la adopción de la citada medida la banca trató de aliviar futuros compromisos.

El volumen final iba a depender de cuánta liquidez extra necesitasen las entidades o de si desearan cambiar ya la financiación que mantenían a corto plazo con la institución, especialmente si se tiene en cuenta que el BCE también realizó subastas a entre una semana y tres meses por estos nuevos préstamos.

A resultas de esta inyección de liquidez el sector financiero pudo afrontar de una manera más cómoda

los vencimientos de deuda a medio plazo, pudiendo centrarse en mejorar el capital y evitándose un agresivo «desapalancamiento», al permitirse a las entidades financieras cubrir sus necesidades de liquidez hasta finales de 2014 o comienzos de 2015. Con carácter adicional, dado que la deuda soberana tiene riesgo cero, los bancos no tendrían ninguna limitación de capital. Por lo que respecta a la devolución del efectivo obtenido, ésta se produciría el 29 de enero de 2015, si bien existía igualmente posibilidad de hacerlo un año después —parcial o totalmente— y no esperar el citado plazo de 36 meses.

Como ya se ha señalado la apelación al BCE se había incrementado en los últimos meses, debido a que los mercados mayoristas permanecían cerrados desde el mes de mayo de 2011 y el sector no lograba emitir deuda. Así, por ejemplo, las entidades españolas aumentaron su deuda con el BCE de 57.852 a 106.280 millones de mayo a noviembre de 2011. Ello representaba el 17,5 por 100 del total de la Eurozona.

Se trató, además, de una operación que desde una perspectiva indirecta benefició también a los gobiernos, al animar a la banca a comprar más deuda. Las entidades podían acudir a las subastas con bonos soberanos que ofrecían rentabilidades muy atractivas (más del 3,5 por 100 según el plazo), obteniendo préstamos al 1 por 100, con lo que se metían un considerable margen que tenía un efecto positivo en sus cuentas. También podían usar la liquidez que obtenían al 1 por 100 en el BCE para comprar deuda a un interés elevado (*carry trade*).

Se trató, por tanto, de una operación llevada a cabo mediante un procedimiento de subasta con adjudicación plena y a un tipo de interés fijo, que se indexaría a la media a la que se situase la tasa de interés rectora del BCE durante el periodo de vida de la operación y que las entidades pagarían al vencimiento de la operación.

Finalmente el BCE inyectó 489.191 millones de euros en el sistema financiero en su primera subasta a tres años de la historia, al objeto de tratar de ayudar a los bancos a pagar sus vencimientos a un plazo menor con unos préstamos cuyos límites se extenderían hasta finales de 2014. Hasta 523 bancos acudieron a la subasta, entre ellos las grandes entidades españolas.

Téngase presente que las entidades financieras europeas afrontan unos 300.000 millones de euros de vencimientos en 2012. *A priori*, la ventanilla de liquidez ilimitada con un tipo de interés del 1 por 100, —si bien indexado al tipo de referencia del BCE durante los tres años— permitiría que las entidades se olvidasen del problema a corto plazo y pudieran comprar deuda pública. Sin embargo surgía igualmente la duda relativa al dilema del impacto que tendría dicha adquisición de

deuda soberana en los futuros test de estrés el tener una amplia cartera de bonos de países problemáticos.

En todo caso se trató de la primera «Operación de refinanciación a largo plazo» (LTRO por sus siglas en inglés, *Long-Term Refinancing Operation*), ya que lo normal es que el BCE subaste una cantidad limitada de dinero entre los bancos para que puedan satisfacer sus obligaciones más inmediatas. El BCE aceptó una variedad mayor de activos como aval y redujo el coeficiente de caja —el mínimo de liquidez exigido al banco— del 2 por 100 al 1 por 100.

Como ya hemos tenido ocasión de precisar esta «barra libre» del BCE ha de permitir aliviar la presión de financiación para la banca, especialmente si se tiene presente que las entidades financieras no han podido emitir deuda en condiciones favorables desde mayo de 2011 como consecuencia de la correlación entre la crisis de la deuda soberana y el sector financiero. Conforme aumentaba el riesgo país, aumentaban los costes de financiación para la banca. Dicha situación supuso un contratiempo importante para el sector, que ha tenido que hacer frente a elevados vencimientos de deuda en el medio plazo.

Por otro lado la medida debía implicar una relajación de las primas de riesgo y, por ende, una reducción de los costes de financiación para los Gobiernos, compensándose además la caída del negocio típico bancario. Piénsese que las entidades financieras captan financiación del BCE al 1 por 100 y compran deuda pública que, según el plazo, rinde entre el 2 por 100 y el 6 por 100. Esta operativa permite a bancos y cajas ingresar un margen que tiene un impacto positivo en las cuentas de resultados.

Con carácter adicional, en tanto en cuanto los bancos ya no tenían que estar tan preocupados por cubrir sus próximos vencimientos, podían concentrar sus esfuerzos en levantar capital para poder cumplir con las nuevas normas impuestas por la Autoridad Bancaria Europea, siendo estimadas las necesidades existentes en unos 100.000 millones para el conjunto del sector. En definitiva, se trató de una medida que contenía un cierto «desapalancamiento», al haber dejado la liquidez de ser un problema aparente.

La adopción de la citada medida suscitaba no obstante diversas cuestiones. Por ejemplo, resultaba necesario entrar a determinar cuánto dinero se utilizaría para financiar *carry trades*, invirtiendo dinero en activos que aportan una mayor rentabilidad. La rentabilidad de la deuda a corto plazo de los países del núcleo de la Eurozona resultaba demasiado baja para ser atractiva, mientras los bonos soberanos con una elevada rentabilidad contenían un riesgo crediticio importante.

Por tanto, el margen para las operaciones de *carry trade* atractivas era limitado, lo que contribuía explicar por qué el número de bancos que asumieron los préstamos es tan bajo. Es probable que la mayoría de las compras de bonos públicos fuesen realizadas por bancos nacionales que tratasen de apoyar a su deuda pública, lo que podría ser el motivo por el que la rentabilidad de Italia y España cayó en los días posteriores a la barra libre del BCE.

En principio esta clase de operaciones resulta muy rentable para los bancos, ya que estos toman el dinero del BCE al 1 por 100 y lo invierten en deuda soberana con la que pueden sacar fácilmente una media del 3,5 por 100, lo que les dejaría un margen de 2,5 puntos porcentuales. Sin embargo, apenas tres semanas después de la subasta a la que se ha hecho referencia con anterioridad la rentabilidad de los bonos a dos años españoles e italianos se movía en los mismos niveles o, incluso, superiores.

Si no se destinaron a comprar deuda, ¿dónde estaban esos 489.000 millones de euros? De entrada destaca el hecho de que prácticamente la misma cantidad que los bancos europeos tomaron del BCE en diciembre de 2011 al 1 por 100 la tuviesen depositada en el banco central a un día con una remuneración del 0,25 por 100. Es más, en la semana posterior a la subasta de diciembre de 2011, el préstamo del BCE a los bancos aumentó en 214.000 millones, prácticamente lo mismo que aumentó la facilidad de depósito (197.700 millones de euros). Sin embargo no resulta claro que se trate de la misma suma de dinero. Téngase presente que hay entidades que depositan dinero en el BCE y que no pidieron dinero en la subasta.

Lo que parece suceder, en cambio, es que se prefiriera la alternativa del depósito en el BCE al 0,25 por 100 a prestarlo en el mercado interbancario al 0,372 por 100 por la desconfianza existente entre los bancos. Y ello dada la incertidumbre existente entre las distintas entidades financieras sobre la posibilidad de refinanciar sus vencimientos de deuda en los mercados financieros, vencimientos que tendrían cubiertos con la liquidez que mantienen en el BCE. Ello desemboca en una falta de concesión de crédito, no adquiriéndose tampoco deuda pública.

Con fecha de 6 de febrero de 2012 la tensión entre los bancos volvió a situarse muy cerca de los máximos históricos, como reflejaron los 511.438 millones de euros depositados en dicha fecha en el BCE. Dicha cifra estaba muy cerca del máximo histórico, fijado en 528.184 millones de euros, y además, era el segundo mayor importe de la historia que la banca deja en la «hucha» de liquidez del organismo monetario. Los bancos volvían pues a acudir masivamente a la facilidad de depósito del Banco Central Europeo, una especie de

hucha de liquidez que el organismo monetario remunera con un 0,25 por 100 de interés.

Como ya se ha señalado el hecho de que la banca europea recurra a esta hucha significa fundamentalmente que no confían entre ellos, dado que prefieren obtener una rentabilidad del 0,25 por 100 por su dinero, renunciando al 0,372 por 100 que pueden obtener si acuden al mercado interbancario a un día e incluso a una rentabilidad más alta que podrían obtener por conceder préstamos. Este importe se aleja además del 1 por 100 al que el BCE fijó el precio oficial del dinero, implicando que la rentabilidad vuelve a organismo monetario.

Estos 511.438 millones de euros que las entidades dejaron con fecha de 6 de febrero de 2012 en el BCE constituían la segunda cifra más alta de la historia, y se sitúan muy cerca de los máximos históricos de 528.184 millones que se consiguieron el pasado 18 de enero, justo el día que se publicó la última jornada del periodo de mantenimiento de reservas.

Por otro lado, por primera vez desde que se que conquistó el máximo histórico no se habían vuelto a superar el importe de los 500.000 millones depositados en el BCE. Téngase presente además que, a medida que se acerca el final de dicho periodo, las entidades tienen menos opciones para colocar su dinero, de manera que lo dejan en esta hucha del BCE para demostrar que poseen los fondos que se les exigen (14).

Ciertamente las inyecciones de liquidez del BCE a largo plazo provocaron una mejora sustancial de las condiciones de financiación, con una fuerte caída de los diferenciales de la deuda soberana, pero también del sector privado. Y, si bien evitaron una contracción drástica del crédito, no parece que fomentasen un aumento de este.

Como ya se ha indicado lo que sucedía era que los bancos europeos (especialmente aquellos con elevada exposición a mercados periféricos) estaban limpiando aún sus balances utilizando dicha liquidez como *carry trade*, comprando bonos soberanos y generando cuantiosas plusvalías. De este modo el BCE facilitaba indirectamente la financiación de los Estados europeos, generando además beneficios para las entidades financieras de la Eurozona. Ahora bien ello podría provocar que los *spreads* de deuda soberana se estrechasen, al igual que podría suceder con los *spreads* de la deuda corporativa. Y si, a resultas de la citada situación, los bancos pasasen a tener más complicado el *carry trade*, no tendrían más remedio que acudir al margen de intermediación (*net interest income*, en la terminología anglosajona), persiguiendo así rentabilizar activo y pasivo bancario para mejorar márgenes. Por otro lado, si las entidades financieras solicitasen más de lo

que necesitaban para comprar deuda pública existía el riesgo de que la Autoridad Bancaria Europea volviera a incidir en la necesidad de aumentar el capital por este motivo.

Con fecha de 13 de febrero de 2012 la desconfianza existente entre los bancos se disparó a dos sesiones de finalizar un nuevo periodo de mantenimiento de reservas, elevándose los depósitos realizados en el BCE hasta los 507.876 millones de euros, el tercer mayor importe depositado por las entidades en la facilidad de depósito del BCE. Dicho importe se correspondía con la cantidad depositada el pasado 10 de febrero, suponiendo el tercer mayor importe de la historia que los bancos habían dejado en la hucha del BCE. El mayor importe alcanzó los 528.184 millones de euros y se depositó el pasado 17 de enero de 2012, último día del periodo de reservas previo. Por su parte el segundo mayor importe se depositó el 5 de febrero de 2012 y alcanzó los 511.438 millones de euros.

Durante la semana del 12 al 19 de febrero de 2012, sin embargo, el BCE no realizó ninguna compra de bonos soberanos de los países de la Eurozona en los mercados secundarios, algo que no ocurría desde el mes de agosto de 2011. De este modo el BCE paralizó su programa de compras de bonos tras 27 semanas consecutivas en las que intervino en los mercados secundarios de deuda desde que el pasado mes de agosto de 2011 anunciara la reactivación de sus compras de deuda pública de países de la zona euro (15).

El BCE ya había paralizado durante 19 semanas su programa de compra de bonos entre abril y agosto de 2011, si bien tuvo que reactivarlo de nuevo en el mes de agosto de 2011 ante las presiones de los mercados a la deuda italiana.

Con carácter general la mejora de la confianza de los inversores en los mercados de deuda motivaron la relajación de la actividad del BCE. La barra libre de liquidez abierta en diciembre de 2011 tuvo su efecto en la disminución de los costes de financiación de España, Italia, Francia y Bélgica, que completaron subastas con precios más bajos desde que comenzara el ejercicio 2012. De este modo la cantidad total invertida por el BCE quedó estable y se mantuvo en los 219.500 millones de euros comprados desde que en mayo de 2010 el BCE comenzara a adquirir bonos de países de la Eurozona con problemas.

Por otro lado, y dentro del marco de su programa de compras de deuda pública en los mercados secundarios, el BCE celebró con fecha de 21 de febrero de 2012 una operación de drenaje de liquidez para neutralizar el impacto en los mercados de dichas compras, ofreciendo depósitos a una semana al 1 por 100 a las entidades de la Eurozona.

Con fecha de 27 de febrero de 2012, y a resultas de la información facilitada por el Banco de España, se constató que el medio billón de euros inyectado por el BCE a la banca al 1 por 100 de interés había disparado las operaciones de *carry trades*, con la compra de letras y bonos soberanos que ofrecen rentabilidades muy superiores (16). Los últimos bonos a tres años colocados por el Tesoro español ofrecían, por ejemplo, en la citada fecha, un interés medio del 3,33 por 100.

Fruto de esta mega inyección de liquidez del BCE, en enero de 2012 la cartera de deuda pública española registrada de la banca en nuestro país ascendió a 119.099 millones de euros. Esta cifra suponía un incremento de 24.721 millones de euros respecto a diciembre de 2011 y duplicaba, con creces, los 57.780 millones contabilizados en diciembre de 2011, según datos facilitados por el Tesoro público.

Por lo que respecta a la cartera de deuda pública registrada de la Eurozona, la misma se disparó hasta los 229.600 millones de euros, como consecuencia de un aumento de 23.100 millones de euros producido en enero de 2012. Dicha cuantía, inferior a la correspondiente al incremento de deuda española, reflejaba un descenso de la inversión de la banca española en deuda pública extranjera (17).

En definitiva, por lo que a nuestra deuda pública se refiere, los efectos de la barra libre de liquidez a tres años del BCE permitieron que el Tesoro completase en menos de dos meses más de una tercera parte de todas las emisiones previstas de deuda para el conjunto de 2012. Además, lo hizo a unos costes mucho más bajos.

Hasta la siguiente subasta de este tipo que debía realizar el BCE, con fecha de 29 de febrero de 2012 las entidades europeas debían afrontar vencimientos por valor de unos 130.000 millones de euros (unos 230.000 millones en el conjunto del primer trimestre de 2012). Por ello, los bancos podían tener el dinero a buen recaudo al 0,25 por 100 en el BCE a un día hasta que llega el momento de los vencimientos. Parte de este dinero captado por los bancos sirve además para amortizar préstamos que tienen del propio BCE al mismo tipo de interés pero a plazos de tres meses y un año. Esta rotación de préstamos podría suponer más de 200.000 millones. Ello dejaría a las entidades entre 120.000 y 170.000 millones de euros para realizar operaciones de *carry trade* (compra de deuda soberana).

A resultas de esta última subasta el BCE volvió a prestar una cifra récord de 529.531 millones de euros a 800 bancos de la Eurozona (18) (frente a los 523 de la anterior subasta de diciembre de 2011) a las consabidas condiciones de un interés fijo del 1 por 100 y a un plazo de tres años. De este modo las características de

estos nuevos préstamos a tres años fueron las mismas que las aplicables en la anterior subasta de diciembre de 2011, a saber, préstamos ilimitados a tres años e interés del 1 por 100 (19).

Las entidades financieras habrían de devolver el efectivo obtenido el 29 de enero de 2015, si bien contaban nuevamente en el presente caso con la posibilidad de hacerlo un año después —parcial o totalmente— y no esperar el plazo de 36 meses.

La cuantía que el BCE concedió a un interés del 1 por 100 fue tan solo un 8,2 por 100 superior a la que los bancos europeos pidieron en la anterior subasta a tres años celebrada en 21 de diciembre de 2011 en la que, como ya se ha indicado, se pidieron 489.191 millones de euros.

En líneas generales el efecto derivado de esta segunda subasta fue más limitado, quizás debido a que el alcance de la inyección monetaria había sido ya descontado por los mercados. Esta segunda inyección de liquidez tuvo un impacto mucho más limitado en el mercado secundario de deuda que la primera de las subastas realizadas (20).

Destaca no obstante el hecho de que las entidades financieras españolas e italianas pusieran un especial empeño en la adquisición de deuda propia. Desde nuestro punto de vista dicha circunstancia podría tener un efecto positivo, ya que la circunstancia de que la mayoría de los bonos estén en manos de inversores nacionales podría reducir el riesgo de impago, resultando mucho más difícil que un Gobierno incurra en mora sobre los acreedores domésticos que sobre los prestamistas extranjeros.

En todo caso, sumados los 489.190 millones de euros captados por las entidades financieras europeas en la subasta de diciembre de 2011 y los 529.530 millones de euros prestados en la última subasta de 29 de febrero de 2012 se obtenía una suma total de 1,01 billón de euros lo que, aplicando el consabido tipo de interés del 1 por 100, daba como resultado final unas ganancias para el BCE de en torno a 10.000 millones anuales por estos préstamos (21).

Dado que, como se ha señalado, el BCE concedió flexibilidad a la banca para que, si así lo desease, cada año pueda devolver los créditos antes de su vencimiento, cabría la posibilidad de determinadas entidades financieras opten por empezar a devolver el dinero antes de los tres años si las condiciones del mercado mejoran.

Aquellas entidades que presenten una mejor *ratio* de solvencia podrían direccionar buena parte del dinero

obtenido a la denominada facilidad de depósito del BCE, máxime si se tiene en cuenta que la institución comunitaria remunera el sobrante de liquidez de la banca a un 0,25 por 100, cantidad que habría pues que restar del importe de la ganancia obtenida.

Cabe no obstante plantearse hasta qué punto estas operaciones van a generalizarse ya que, a la luz de las últimas pruebas de estrés de la Autoridad Bancaria Europea, se fijaban unas exigencias de capital ante posibles pérdidas en el mercado de deuda soberana que animaron a los bancos a reducir la exposición en lugar de aumentarla. Dada esta situación el BCE podría cambiar los requisitos para futuras LTRO (operaciones de refinanciación a largo plazo) para hacer más atractivo el *carry trade*. Sin embargo en la actualidad parece claro que los bancos están utilizando la liquidez para cumplir con próximos vencimientos de deuda, en lugar de embarcarse en la compra de deuda soberana.

*A priori* la ampliación de la LTRO debería favorecer a los mercados, al menos a corto plazo. En este sentido la relajación de las condiciones de los préstamos colaterales permitió que numerosos bancos sin acceso a los mercados privados pudieran sustituir la financiación próxima al vencimiento. Como hemos tenido ocasión de precisar, las entidades financieras más pequeñas se beneficiaron de estos créditos baratos para financiar los *carry trades*, multiplicando sus beneficios a corto plazo y dando un espaldarazo a los mercados de deuda pública. Incluso algunas entidades utilizaron la LTRO para financiar su exposición internacional, dentro de una estrategia corporativa destinada a hacer frente a una posible desintegración de la Eurozona. En la práctica, sin embargo, los bancos no usaron el dinero de la LTRO para financiar los nuevos préstamos a empresas y particulares.

Han de tenerse presentes además las posiciones críticas con esta clase de actuaciones fundamentadas en la argumentación de que el único mandato del emisor comunitario es el control de precios, el cual podría terminar quedando desvirtuado con motivo de la realización de estas inyecciones de liquidez, amén de distorsionar los mercados.

Hasta la fecha no se han producido grandes compras de deuda soberana en el mercado secundario. Sin embargo pudiera llegar a suceder que dichas adquisiciones sí que se produjesen en el mercado primario. Téngase presente que, en la actualidad, el mercado secundario tiene poca liquidez, resultando difícil acudir con 3.000 o 4.000 millones de euros por las circunstancias de mercado. Así las cosas las compras se podrían producir en el primario.

#### IV. REFLEXIONES FINALES

Como es sabido el Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea fija los dos grandes objetivos que ha de perseguir el Banco Central Europeo. En primer lugar, mantener la estabilidad de precios. Y, en segundo término, apoyar las políticas económicas generales de la Unión (tendientes al pleno empleo y al progreso social) y contribuir a la estabilidad del sistema financiero. El citado Tratado de Funcionamiento precisa, también, que el BCE tiene prohibido la adquisición directa de instrumentos de deuda a Gobiernos y Organismos de Derecho Público lo que, desde nuestro punto de vista, debe diferenciarse claramente de las compras que puedan llegar a operarse en el mercado secundario, las cuales respetan mejor la independencia del Banco, a diferencia de lo que sucede tratándose de una compra bilateral y directa.

Hasta la fecha no parece que la barra libre del BCE haya tenido el efecto deseado en la compra de deuda soberana. Tampoco el dinero ha llegado a familias y empresas a través de créditos, como se esperaba. No obstante sí que se ha logrado reducir el riesgo de una crisis bancaria sistémica destinada a evitar el colapso (22).

Casi todo el dinero de la barra libre del BCE se utilizó para refinanciar los actuales bonos sin garantía; los bancos europeos tenían 700.000 millones de euros con vencimiento en 2012, de los cuales, 360.000 millones de euros vencían en el primer trimestre de 2012. Ese fue un cambio importante en la crisis del Euro, dado que relajó la presión sobre los bancos para que redujesen sus balances y el suministro de crédito a la economía, ayudando a romper con el ciclo de retroalimentación que había destruido la confianza en la economía de la Eurozona y en su deuda soberana. En definitiva, las inyecciones de liquidez sirvieron para que los bancos de los países periféricos continuasen comprando deuda de sus Estados, aliviando las presiones que existentes sobre dichos bonos.

Lo que no podía hacer el BCE, como ya se ha señalado, era garantizar que los nuevos fondos se utilizasen para financiar los créditos que fuesen destinados a la economía real, por lo que no parecía que esta acción por separado fuese a reactivar la recuperación. Por otra parte, al inyectar dinero a un interés tan bajo a los llamados bancos «malos» el BCE se arriesgaba a debilitar las ventajas competitivas de los bancos más saludables, aumentando la posibilidad de que todo el sistema terminara dependiendo de la financiación del banco central. Sin embargo, dado el maltrecho estado de la economía, ese era un riesgo que el BCE estaba dispuesto a correr.

Lo cierto es que, apenas un día después de la reunión del BCE celebrada con fecha de 12 de enero de 2012 y en la que se acordó el mantenimiento de los tipos de interés y la barra libre financiera, se recrudeció la tensión entre los bancos europeos, que volvió a apostar por guardar su dinero en los depósitos a un día del Banco Central Europeo, obteniendo a cambio una rentabilidad del 0,25 por 100, en lugar de optar por otras vías que le generen una mayores beneficios, como puede ser recurrir al mercado interbancario a un día, donde pueden obtener un 0,372 por 100. El diferencial de estas rentabilidades aumentó aún más si se compara con el 1 por 100 en el que el BCE mantuvo el precio oficial del dinero en la Zona Euro.

Otra razón que explicaba este aumento de los depósitos en el BCE a un día es que tendían incrementarse a medida que se acercaba el período de mantenimiento de las reservas de fin de mes, que concluía el 17 de enero de 2011. En ese lapso de tiempo las entidades contaban con menos opciones para colocar sus fondos, ya que debían demostrar que poseían los fondos que se les exigen. Se producía, además, un retorno de la liquidez al BCE, ya que si bien el regulador comunitario presta dinero a las entidades al 1 por 100, estas lo depositan de nuevo en el organismo central obteniendo tan solo un 0,25 por 100 a cambio.

Se genera así una situación de desconfianza entre los bancos europeos que provoca que las entidades incrementen día a día el dinero depositado en la entidad monetaria europea (23). Y ello como consecuencia de la incertidumbre que padecen las entidades financieras sobre la posibilidad de refinanciar sus vencimientos de deuda en los mercados financieros, vencimientos que tendrían cubiertos con la liquidez que mantenían en el BCE. Tiene lugar así la adopción de una política de prudencia que se traduce en una falta de concesión de crédito y en que tampoco se compre deuda pública.

Con el dinero obtenido del BCE al 1 por 100 de interés las entidades financieras reducen en parte su apelación a los mercados mayoristas en peores condiciones, lo que repercute positivamente en su margen financiero al disminuir sus costes, invirtiéndose otra parte en construir una cartera de deuda pública a corto plazo que les permita incrementar su margen de intereses al aumentar sus ingresos.

El principal objetivo de las subastas LTRO no fue otro que reducir el riesgo de refinanciación del sistema bancario, en un marco en el que los vencimientos existentes eran de tal magnitud que, en el caso de no actuar, muy probablemente se hubiera producido una contracción muy severa del crédito. Sin embargo las entidades financieras utilizaron dicha liquidez, con puros criterios de negocio, destinándola a la adquisición

de títulos del Tesoro, lo que ha tenido un reflejo positivo en la evolución de los precios de la deuda.

Las inyecciones de liquidez sirvieron para evitar el riesgo de una crisis de liquidez y de un *credit crunch* que terminase por menoscabar la maltrecha economía de la Eurozona. Ahora bien, no parece que hayan sido suficientes para hacer frente a los problemas estructurales del sector bancario, a saber: escasez de capital en determinadas entidades, incierta viabilidad de algunos modelos de negocio en el medio plazo, incertidumbre en torno a la justa valoración de diversos activos y exposición a la deuda soberana.

Así las cosas, con independencia de reconocer que los préstamos del BCE lograron evitar una grave crisis crediticia sirviendo dicha flexibilización de las condiciones financieras de apoyo a la economía real, ello no contribuyó a financiar los nuevos préstamos a empresas y particulares. La mayor parte de las entidades financieras ha continuado desapalancándose para cumplir la nueva normativa de capital. Y, como es sabido, si lo que se pretende es fortalecer la economía real resulta indispensable que los bancos y los gobiernos lleven a cabo reformas destinadas a fomentar la productividad y la competitividad.

Ciertamente a resultas de la barra libre los bancos tuvieron en sus arcas un exceso de liquidez que debían colocar para obtener rentabilidad. Y, en tanto en cuanto el crédito al sector privado se encuentra cerrado por la escasa demanda existente y por las duras condiciones que se piden para concederlo, apenas queda otro refugio que la deuda pública como lugar de inversión. La ayuda que, a través del recurso a este sistema, obtuvieron los bancos para mejorar sus cuentas de resultados a costa de aumentar el balance del BCE podría no obstante completarse si la EBA aceptara volver al pasado y no exigiera un respaldo de capital a la hora de que los bancos adquirieran deuda pública para su cartera. Ello significaría, al menos por lo que a nuestras entidades bancarias se refiere, menores necesidades de recapitalización, lo que redundaría en poder hacer mayores provisiones para sanear los activos inmobiliarios dañados en unos momentos en los que se les va a exigir un esfuerzo considerable en este ámbito (24).

Sin lugar a dudas, a través de esta celebración de las subastas LTRO el BCE ha venido jugando un papel de prestamista de última instancia respecto de la banca privada. Ello se justifica por su papel de institución imprescindible en el seno de una Eurozona que se presenta como un modelo de unión monetaria imperfecto. Construido sobre una armonización fiscal de los Estados miembros insuficiente, con importantes desigualdades económicas entre ellos, con necesidad frecuente de transferencias y sin un Tesoro común propiamente dicho. Debido a ello el BCE ha de mantener con los

Estados una relación financiera dentro de un marco de colaboración, dada su condición de mecanismo de centralización de utilidad máxima. La autoridad monetaria europea tiene capacidad y flexibilidad suficiente para hacer frente a la inestabilidad de los mercados, así como para evitar el surgimiento de problemas de liquidez a corto o medio plazo en la banca

Ahora bien, a pesar de que las inyecciones de liquidez del BCE contribuyeron a salvar la situación de liquidez de la banca permitiendo hacer frente a la situación de contracción del crédito, no creemos que se haya logrado solventar el deterioro de la financiación del sector privado.

Téngase presente para finalizar que, lograr una menor tensión en las emisiones de deuda soberana podría representar un paso previo a la reactivación del mercado interbancario, facilitando así que las entidades financieras mejoren su disposición para conceder créditos a empresas y particulares. Y no se ha de olvidar además que el lugar natural de la intermediación financiera es el mercado, debiendo constituir el precio natural el que allí se configure.

## NOTAS

(\*) Profesor Titular de Derecho Financiero y Tributario (Universidad de Extremadura).

(1) Fuente: *Diario Expansión*, 10 de diciembre de 2010, pág. 19.

(2) Baste citar a este respecto por ejemplo que, a resultas de la publicación de los resultados obtenidos por nuestras entidades financieras en las pruebas de estrés celebradas durante el mes de julio de 2010, en nuestro país bancos y cajas de ahorros lograron captar más de 12.000 millones de euros a través de emisiones de bonos y cédulas.

(3) Por lo que respecta a nuestro país baste señalar que, por lo que respecta al ejercicio 2011, bancos y cajas afrontaban compromisos por un importe superior a 220.000 millones de euros para los dos próximos años en deuda a medio y largo plazo.

(4) Ha de precisarse además que, al margen de los *test* de estrés llevados a cabo en el mes de julio de 2010, paralelamente a la presentación del citado Informe de diciembre de 2010 el BCE procedió a la realización de un estudio con la finalidad de calibrar la resistencia de los 19 grupos financieros más importantes de la Zona Euro, que representan en torno a dos tercios de los activos del sector. Así, dado un escenario con una probabilidad de concretarse de solo el 4 por 100, en el que el PIB de la Región registrase en 2010 y 2011 una desviación del 3 por 100 sobre las previsiones establecidas, la *ratio Tier 1* (esto es, capital, reservas y preferentes sobre activos por riesgo) de dichas entidades se situaba, de acuerdo con el estudio efectuado por el BCE, en el 9,9 por 100, frente al 10,1 por 100 de cierre en 2009. Recuérdese que el mínimo que fija por aquel entonces la regulación se situaba en el 4 por 100 y que el listón marcado en las pruebas de resistencia oficiales de julio de 2010 fue del 6 por 100.

(5) Con fecha de principios de diciembre de 2010 el BCE procedió a la compra de bonos portugueses, irlandeses y griegos en paquetes de 100 millones de euros, lo que representó cuatro veces más de lo habitual, bajando entonces el «riesgo país» de España hasta los 226 puntos básicos (Fuente: *Diario Expansión*, 3 de diciembre de 2010, pág. 17). Esta actuación se enmarcaba dentro de la estrategia iniciada ya con fecha de mayo de 2010 consistente en adquisiciones

de paquetes de bonos, habiendo alcanzando dichas adquisiciones a diciembre de 2010 la suma de 67.000 millones de euros, destinadas en última instancia a evitar que se disparasen las rentabilidades de la deuda de los países periféricos. Estos 67.000 millones de euros comprados fueron posteriormente drenados por el BCE con la finalidad de evitar que aumente la base monetaria. A resultas de estas actuaciones la rentabilidad del bono español se situó el 3 de diciembre de 2010 en el 5,05 por 100, llegando incluso en determinados momentos a caer hasta el 4,953 por 100, situándose el riesgo país en 219,39 puntos básicos. Esta actuación se repetiría en fechas posteriores. Así, por ejemplo, con fecha de 12 de marzo de 2012 el BCE volvió a intervenir en los mercados secundarios de deuda después de tres semanas en las que no hizo compras de bonos, adquiriendo no obstante una cantidad reducida de 27 millones de euros y anunciando que durante la semana anterior de 5 de marzo de 2012 vencieron una cantidad récord de bonos bajo su posesión, 1.523 millones de euros, por lo que la cantidad total que mantuvo en su balance descendió durante dicha semana hasta los 218 millones de dólares (Fuente: [www.expansion.com](http://www.expansion.com)).

(6) Como es sabido, la rentabilidad que tiene que ofrecer el Tesoro Público para que los inversores le compren la deuda marca un suelo de referencia para el sector privado, que tiene que pagar un margen por encima, de manera que, si al Estado le cuesta menos, también les costará menos a bancos y a empresas.

(7) Véase, en este sentido, el Boletín Económico del Banco de España de 3 de diciembre de 2010, en el que se señaló que «*La experiencia reciente ilustra la importancia de salvaguardar la estabilidad fiscal y de acometer reformas necesarias para promover el crecimiento económico, indispensable para reducir el endeudamiento de manera significativa (...) La interconexión entre los países justifica el refuerzo de los instrumentos de supervisión de la disciplina fiscal destinados a garantizar la estabilidad macroeconómica y financiera y prevenir nuevas crisis de deuda pública*».

(8) Recuérdese a este respecto que, por lo que a Irlanda se refiere, y bajo el citado programa ELA, un banco central nacional como el de Irlanda creaba dinero de manera automática y lo notificaba al resto del Consejo, mientras que el nuevo fondo estaría sometido a un control más centralizado. Hasta el mes de febrero de 2011 el banco central irlandés había proporcionado a través de ELA más de 60.000 millones de euros a los bancos del país, además de los 117.000 millones adicionales captados a través de las operaciones regulares del BCE, prácticamente un tercio del total de los préstamos de la institución a entidades de la Eurozona.

(9) Por otra parte, no solo el BCE adquiriría deuda pública española. También el Banco de España apoyó la financiación del Estado, si bien con fines distintos. Así, el saldo de deuda pública que mantuvo el supervisor bancario en cartera alcanzó un récord de 20.824 millones de euros, según sus últimos datos a 30 de junio de 2011. Ello supuso una cuantía un 1,85 por 100 más elevada que en mayo de 2011 y un 27 por 100 más que el mismo mes del año anterior. No obstante, dentro de ese importe también se contabilizaron posibles inversiones en deuda de las administraciones públicas. El Banco de España ha ido incrementando el volumen de deuda pública española que mantiene en cartera a lo largo de los años. En julio de 2010, llevó a cabo la mayor compra neta, de 922 millones en un mes, desde septiembre de 1991. Esta tendencia contrastaba con el apetito mostrado por el Banco de España hacia la deuda pública de otros países de la Eurozona. Así, el saldo se mantuvo en 48.276 millones de euros, sin muchos cambios en los últimos meses y cerca de mínimos desde agosto de 2007. Es posible que el supervisor se hubiese visto tentado a adquirir títulos españoles, por las elevadas rentabilidades que estaban ofreciendo -el interés del bono español a diez años se situó por encima del 5 por 100-, frente al alemán, que se encontraba en niveles cercanos al 2,3 por 100. En todo caso los vaivenes de la deuda y el incremento de la volatilidad afectaron a aquellos inversores que deseaban deshacer posiciones antes del vencimiento de los títulos. Sin embargo no fue éste caso del Banco de España, cuya política conservadora de inversión le hizo mantener casi siempre

los títulos hasta vencimiento. Por otro lado resultaba llamativo en el balance el creciente interés que había mostrado el Banco de España por títulos emitidos por las instituciones financieras españolas, principalmente cédulas hipotecarias de alta calidad. El saldo de este tipo de deuda que el Banco de España mantuvo en cartera ascendía a 30 de junio de 2011 hasta los 15.171 millones y, en mismo caso que la deuda pública española, se encontraba en niveles récord.

(10) Concretamente con fecha de 4 de agosto de 2011 el Consejo de Gobierno del BCE decidió mantener el controvertido programa de compra de deuda pública para ayudar a los países que atravesaban dificultades de financiación, pese a la oposición de varios miembros del citado Consejo del Gobierno de la entidad, que consideraban que la institución monetaria asumía responsabilidades de política fiscal que no le correspondían.

(11) Recuérdese que en la actualidad el BCE se presenta como la única institución europea capaz de comprar deuda soberana de países con dificultades y garantizar su solvencia.

(12) Las principales preocupaciones del *Bundesbank* se han centrado en los acuerdos de garantía colateral del BCE y en el hecho de que el crecimiento de los desequilibrios en el mecanismo de pago *Target 2* de la Eurozona esté incrementando el coste para Alemania de una disolución del euro. Ciertamente de un tiempo a esta parte los déficits que deberían financiarse con deuda han sido financiados por las transferencias entre bancos centrales nacionales a través del citado programa *Target 2*. El saldo a cobrar por Alemania según las cuentas *Target 2* se situó en 498.000 millones de euros a finales de enero de 2012, la mayor cuenta pendiente del balance del *Bundesbank*, el equivalente al 20 por 100 del PIB. Y, dentro de la Eurozona, el *Bundesbank* solo recibe una parte del colateral del sistema del euro.

(13) Con carácter general la capacidad crediticia del FEEF es de 440.000 millones de euros, mediante préstamos y adquisiciones de deuda. No obstante dicho acuerdo todavía debía ser aprobado por los parlamentos de los 17 países que integran la Zona Euro.

(14) Posteriormente, en el mes de febrero de 2012, y por lo que a nuestro sistema financiero se refiere, los préstamos que los bancos que operan en España tuvieron con el BCE alcanzaron los 152.432 millones de euros, es decir, un 14,4 por 100 más que el mes anterior y nuevo récord histórico. Mientras las peticiones de los bancos españoles subían, la deuda total neta de la banca de la Zona euro con el BCE bajaba, situándose en el mes de febrero de 2012 en 322.045 millones de euros, un 9,6 por 100 menos que en el mes de enero de dicho año. La consecuencia era que la banca española solicitó casi la mitad (el 47,3 por 100) de todo lo que recibió el sistema financiero europeo del BCE. No obstante si se medían las cifras brutas, el peso de los bancos españoles en las peticiones totales descendía hasta cerca del 25 por 100, sobre los casi 800.000 millones de euros del total. Esta diferencia venía motivada por el hecho de que las entidades financieras de los restantes países utilizaron la facilidad de depósitos del Banco central mucho más que los españoles. Por otro lado se ha de precisar que en los citados datos del mes de febrero de 2012 no se incluía el dinero que los bancos españoles pidieron en la segunda subasta a tres años que el BCE realizó el último día de ese mes, y que materialmente se adjudicó el día 1 de marzo.

(15) Así, por ejemplo, durante la semana anterior el BCE había destinado 59 millones de euros a la compra de deuda soberana, lo que elevaba a 219.500 millones de euros la cantidad total destinada desde el lanzamiento del programa en mayo de 2010. Ciertamente las compras de bonos, principalmente italianos y españoles, por parte de la institución monetaria habían ido disminuyendo progresivamente y ya, en efecto, en dicha semana anterior quedaron reducidas a 59 millones de euros. El BCE llevaba veintisiete semanas consecutivas comprando deuda soberana en los mercados secundarios.

(16) En todo caso se ha de precisar que, progresivamente, los intereses derivados de las operaciones de *carry trade* fueron perdiendo fuelle a resultas de los efectos derivados de la primera su-

basta. Baste citar que, a finales de febrero de 2012, el bono español a diez años cotizaba por debajo del 5 por 100, cuando en noviembre de 2011 superaba el 7 por 100. A pesar de ello debe reconocerse que estas inyecciones de liquidez procedentes del BCE han contribuido, no ya solo a que los Estados periféricos puedan seguir financiándose, sino también a reconducir las primas de riesgo a unos niveles aceptables y a «animar» el mercado bursátil a resultas del flujo de fondos subsistente.

(17) Al igual que sucedía en nuestro país, en Italia la cartera de deuda pública de sus bancos registró un aumento récord, alcanzando en enero de 2012 los 280.000 millones de euros, 20.600 millones de euros más que en el último mes de 2011 (Fuente: [www.expansion.com](http://www.expansion.com), 27 de febrero de 2012).

(18) No obstante del total de dicha cantidad lo que representa liquidez nueva supuso unos 314.000 millones de euros, ya que el resto se empleó para refinanciar vencimientos pendientes. De cualquier manera se trataba de una cifra que multiplicaba por 1,7 veces el dinero nuevo que el BCE entregó en la anterior subasta a tres años, realizada en diciembre de 2011.

(19) Téngase presente a este respecto que el interés al que se realizan dichos préstamos depende de la evolución del de referencia oficial.

(20) Así, por ejemplo, el interés exigido al bono español a dos años se relajó en dicha fecha (29 de febrero de 2012) 14 puntos básicos, hasta el 2,43 por 100. Incluso las compras en el mercado secundario fueron más acusadas en el caso de la deuda italiana. La rentabilidad exigida a su bono a dos años se desinfló 24 puntos básicos, hasta el 2,27 por 100, sus mínimos desde finales de 2010, y por debajo del equivalente en la deuda española. El diferencial favorable a España frente a Italia se mantuvo sin embargo en el bono de referencia a 10 años. El interés en el bono español persistió alrededor del nivel del 5 por 100, cerca de mínimos del año. El impacto fue muy limitado en los plazos más largos de deuda. La prima de riesgo de España bajó ligeramente de los 323 puntos, enfriándose el interés del bono italiano a diez años al 5,2 por 100 (Fuente: [www.expansion.com](http://www.expansion.com), 29 de febrero de 2012). Con fecha de 1 de marzo de 2012, y tras la barra libre del BCE celebrada el día anterior, el mercado secundario reflejó la mega inyección de liquidez de la institución comunitaria con una drástica caída de las rentabilidades de la deuda, sobre todo a corto plazo. A dos años, el interés se enfrió al 2,2 por 100. A más largo plazo, el bono a 10 años, además de afianzarse por debajo del nivel del 5 por 100, llegó a bajar del 4,9 por 100, en mínimos del año. La demanda respondió en línea con las subastas precedentes. La ratio de cobertura se afianzó en niveles superiores a la media. Las peticiones superaron la oferta 2,8 veces en los bonos con vencimiento en 2014, y 2,4 veces (frente a las 2,2 anteriores) en los bonos de 2015. En los bonos con vencimiento en 2016, por encima del plazo de tres años fijado en los créditos otorgados por el BCE, la ratio de cobertura bajó respecto a la anterior subasta, al pasar de las 3,6 a las 2,6 veces. Unas cifras menos favorables deparaban también los bonos a cuatro años en términos de rentabilidad. El interés medio se situó en el 3,376 por 100, con una tímida mejora respecto al 3,455 por 100 previo. Finalmente en los bonos a tres años la mejora en el coste de emisión fue mucho más acusada: del 3,332 por 100 al 2,617 por 100. El interés medio en los bonos a dos años se quedó a un paso de bajar del 2 por 100, en el 2,069 por 100 (Fuente: [www.expansion.com](http://www.expansion.com), 1 de marzo de 2012).

(21) No obstante el importe de la referida ganancia podría elevarse si el precio del dinero se incrementase desde las fechas de celebración de las subastas hasta que venciesen los créditos, o bien disminuir si el tipo de interés oficial bajase. A ello ha de sumarse además que, en el supuesto de que se produjese algún impago de los préstamos solicitados (circunstancia en base a la cual el BCE exige a las entidades un activo que actúa como garantía de los préstamos), la institución comunitaria aplicaría el correspondiente *haircut* o penalización a cada colateral en función de la calidad crediticia existente. Ciertamente estos eventuales impagos podrían terminar

planteando problemas a los bancos centrales del sistema euro para asumir las pérdidas, máxime si se tiene en cuenta que, muy probablemente, los países de la moneda comunitaria no las compensarían.

(22) No obstante, mediante un Informe conocido con fecha de 13 de marzo de 2012 el *Bank for International Settlements* (BIS) destacó la importancia que las medidas de liquidez puestas en marcha por el BCE tuvieron para paliar las dificultades de financiación de la banca de la zona euro. De conformidad con lo señalado en el citado Informe la disponibilidad de fondos a largo plazo repercutió en una mejora de las condiciones de financiación de la banca europea, lo que, a su vez, contribuyó a mitigar los temores de los inversores sobre que las entidades se vieran obligadas a ventas masivas de activos para desapalancarse. Recuérdese que el BCE amplió los colaterales que las entidades podían utilizar para descontarlas ante el Banco central y realizó dos subastas a largo plazo (tres años) en las que prestó a los bancos cerca de un billón de euros. Igualmente con fecha de 13 de marzo de 2012 se conoció un segundo informe elaborado por la entidad bancaria suiza UBS en el que se ponía de manifiesto que solo un 4 por 100 de los cerca de 500.000 millones de euros que el BCE otorgó con fecha de 29 de febrero de 2012 a las entidades europeas para reforzar su liquidez irá a parar a los hogares. De acuerdo con el citado Informe tanto las hipotecas como los préstamos a pequeñas y medianas empresas en España cayeron a un nivel que suponía la quinta parte de los niveles máximos registrados. En cambio, las entidades utilizaron la liquidez procedente del BCE para sanear balances, afrontar vencimientos, aprovechar la facilidad de depósito del instituto emisor y comprar deuda pública, principalmente. Por lo que a nuestras entidades financieras se refiere, la banca española habría incrementado su tenencia de deuda pública en 52.000 millones de euros en los dos meses posteriores a la primera subasta de financiación.

(23) Así, por ejemplo, apenas dos días después de la barra libre de liquidez concedida por el BCE con fecha de 29 de diciembre de 2012, las entidades europeas acudieron a la facilidad de depósito a un día del Banco Central Europeo de forma masiva dejando en la citada 'hucha' de liquidez del organismo monetario europeo 776.941 millones de euros, cifra que superó ampliamente el anterior máximo histórico depositado con fecha de 17 de enero de 2012, que ascendía a 528.184 millones de euros. Dicho dato coincidía, además, con la finalización del periodo de reservas que exigía el BCE a los bancos, momento en el cual las entidades tienen menos opciones para colocar sus fondos, a diferencia de lo que sucede al inicio de los mismos, que es cuando los bancos recurren menos a la facilidad de depósito a un día. En todo caso a través de esta facilidad de depósito a un día las entidades financieras aseguraban su dinero obteniendo a cambio un interés que, no obstante, resulta menor a las rentabilidades que podrían obtener recurriendo al mercado interbancario a un día. En todo caso se trataba de una cifra que marcaba un gran diferencial con el 1 por 100 al que se sitúa el precio oficial del dinero o con la que podrían obtener concediendo préstamos a empresas y particulares. Con posterioridad, con fecha de 5 de marzo de 2012 dicha cantidad depositada se elevó hasta los 820.819 millones de euros. En el caso específico de las entidades financieras que operan en nuestro país, con fecha de 13 de abril de 2012 el Banco de España anunció que la deuda acumulada de aquéllas con el BCE había subido en marzo de 2012 un 49 por 100, marcando un nuevo récord histórico. Dicha importante subida se explicaba, en buena medida, por la consabida subasta a tres años que el BCE realizó con fecha de 29 de febrero de 2012. Los préstamos efectuados a los bancos españoles (cuyo importe se situó en torno a los 100.000 millones de euros) quedaron incluidos en el citado dato de la deuda acumulada a marzo de 2012. El importe neto de la deuda de la banca española con el BCE alcanzaba así en marzo de 2012 los 227.600 millones de euros, marcando un nuevo récord histórico tras el de febrero de 2012, cuando tocó los 152.432 millones de euros, cantidad con la que se quedaron los bancos españoles tras recibir prestados 316.343 millones de euros

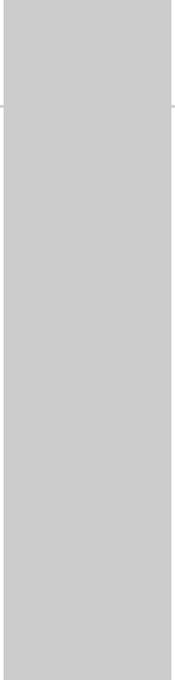
y dejar en la facilidad de depósitos 88.700 millones de euros. En el caso por ejemplo de Italia, la banca italiana solicitó al BCE menos dinero bruto (270.000 millones de euros), si bien apenas tuvo colchón de liquidez depositado en el banco central (10.000 millones de euros). Recuérdese a este respecto que, tras las dos subastas LTRO el exceso de liquidez en el conjunto de la banca europea se vio incrementado alcanzando el importe de la facilidad de depósitos un máximo de 779.700 millones de euros en febrero de 2012. Los préstamos brutos del BCE al conjunto de la banca de la Zona Euro fueron de 1.141,4 billones de euros, mientras que el neto fue de 361.695 millones. La principal consecuencia que cabe extraer de lo anterior es que a la banca española apenas le sobró el 28 por 100 del dinero que pidió prestado al BCE, mientras que, para el conjunto de las entidades del Eurosistema, dicha cifra se elevaba hasta el 68 por 100. De este modo las entidades financieras españolas volvieron a depositar en la hucha del BCE el 28 por 100 del total prestado, 88.742 millones de euros. El total guardado por todas las entidades suponía un 68 por 100 sobre todo lo prestado. Con estos datos la deuda de la banca española con el BCE -la diferencia entre las peticiones de financiación y los depósitos- se situaba en 227.600 millones de euros en marzo de 2012, esto es, un 49,3 por 100 más respecto a los 152.432 millones de euros correspondientes a febrero de 2012.

Posteriormente, con fecha de 14 de mayo de 2012 se conoció que la deuda de los bancos que operan en España con el BCE alcanzó los 263.535 millones de euros en abril de 2012, lo que suponía un alza de casi el 16 por 100 sobre el máximo histórico del mes anterior. A finales de abril de 2012 la deuda acumulada con el BCE había subido en casi 36.000 millones frente a marzo de 2012, mes que ya había marcado un máximo histórico. De este modo los datos brutos, sin descontar los depósitos, indicaban que las peticiones totales de la banca española fueron de 316.934 millones, apenas 591 millones más que en marzo de 2012. Ello significa que los bancos que operaban en nuestro país no pidieron mucho más dinero al BCE, pero necesitaron casi todo lo que pidieron y no pudieron volver a depositarlo en el Banco Central.

(24) A este respecto están todavía por ver los efectos derivados de la aprobación de los Reales Decretos-Leyes 2/2012, de 3 de febrero, de Saneamiento del Sector Financiero, a través del cual se persigue tratar de frenar las actuales dificultades existentes de acceso a la financiación y posibilitar que el sector bancario español cumpla su papel esencial de canalización del crédito hacia la economía real, en apoyo de la actividad empresarial, el empleo y el consumo, y 18/2012, de 11 de mayo, sobre saneamiento y venta de los activos inmobiliarios del sector financiero, destinado a la adopción de un conjunto de medidas conducentes a lograr el saneamiento de los balances de las entidades de crédito, articulando la dotación de provisiones orientadas a la cobertura del deterioro en dichos balances bancarios ocasionado por los activos problemáticos vinculados a la actividad inmobiliaria. El objetivo último es el fortalecimiento del sector financiero por la vía de acometer el necesario saneamiento de su situación financiera. Ahora bien a tal efecto resulta necesario hacer frente a situaciones tales como la exposición que presenta el sector bancario español a los activos relacionados con el sector inmobiliario.

¿Contribuirá la aprobación de ambos Reales Decretos-Leyes a facilitar la salida de activos inmobiliarios, beneficiándose los ciudadanos de unos precios de la vivienda más bajos? *A priori*, al tener las entidades financieras que destinar más dinero para cubrir posibles pérdidas del precio de los pisos o del suelo, los bancos podrán vender con mayor descuento sin incurrir en pérdidas. Además, en algunos casos, las entidades tendrán mucho interés en vender sus activos con descuento, porque si los mantienen ello les supondrá tener que destinar mucho dinero en provisiones. No obstante habrá que esperar un plazo prudencial para comprobar si se produce o no dicha bajada.





# **DOCUMENTACIÓN**

---

*Acuerdo Marco de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera  
(BOE núm. 164, de 11 de julio de 2011)*

*Enmienda al Acuerdo Marco de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera  
(BOE núm. 216, de 8 de septiembre de 2011)*

*Tratado Constitutivo del Mecanismo Europeo de Estabilidad  
(2 de febrero de 2012)*

*Memorando de Entendimiento sobre Condiciones de Política Sectorial Financiera  
(20 de julio de 2012)*



# Acuerdo Marco de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera

entre

EL REINO DE BÉLGICA  
LA REPÚBLICA FEDERAL DE ALEMANIA  
IRLANDA  
EL REINO DE ESPAÑA  
LA REPÚBLICA FRANCESA  
LA REPÚBLICA ITALIANA  
LA REPÚBLICA DE CHIPRE  
EL GRAN DUCADO DE LUXEMBURGO  
LA REPÚBLICA DE MALTA  
EL REINO DE LOS PAÍSES BAJOS  
LA REPÚBLICA DE AUSTRIA  
LA REPÚBLICA PORTUGUESA  
LA REPÚBLICA DE ESLOVENIA  
LA REPÚBLICA ESLOVACA  
LA REPÚBLICA DE FINLANDIA  
LA REPÚBLICA HELÉNICA

y

LA FACILIDAD EUROPEA DE ESTABILIZACIÓN FINANCIERA

**(BOE núm. 164, de 11 de julio de 2011)**

EL PRESENTE ACUERDO MARCO  
(II Acuerdo)

(R.C.S. Luxembourg B153.414) (los Estados miembros de la zona del euro y FEEF se denominarán, en adelante, las Partes).

se celebra entre:

## Preámbulo

(A) el Reino de Bélgica, la República Federal de Alemania, Irlanda, el Reino de España, la República Francesa, la República Italiana, la República de Chipre, el Gran Ducado de Luxemburgo, la República de Malta, el Reino de los Países Bajos, la República de Austria, la República Portuguesa, la República de Eslovenia, la República Eslovaca, la República de Finlandia y la República Helénica (los Estados miembros de la zona del euro o Accionistas de FEEF); y

Considerando cuanto sigue:

(B) la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF), una société anonyme constituida en Luxemburgo, con domicilio social en 3, rue de la Congrégation, L-1352 Luxemburgo

(1) El 9 de mayo de 2010 se adoptó un exhaustivo conjunto de medidas, entre ellas a) un Reglamento del Consejo por el que se establece el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera (MEEF) basado en el **artículo 122.2 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea** y b) la creación de FEEF, cuyo objeto es prestar apoyo financiero a los Estados miembros en dificultades causadas por circunstancias excepcionales que escapen a su control. Se prevé que el apoyo financiero a los Estados miembros será prestado por FEEF conjuntamente con el FMI y que sus condiciones serán

comparables a los préstamos de apoyo a la estabilidad que los Estados miembros de la zona del euro han anticipado a la República Helénica.

(2) FEEF se ha constituido el 7 de junio de 2010 a fin de prestar apoyo a la estabilidad de los Estados miembros de la zona del euro, en forma de acuerdos de servicio de préstamo (Acuerdos de Servicio de Préstamo) y de préstamos (Préstamos) realizados al amparo de aquéllos, hasta un importe de 440.000 millones de euros, dentro de un plazo de tiempo limitado. La disponibilidad de dichos Acuerdos de Servicio de Préstamo se supeditará a que los Estados miembros de la zona del euro que los soliciten celebren los pertinentes memorandos de entendimiento (cada uno, un ME) con la Comisión Europea, actuando en nombre de los Estados miembros de la zona del euro, sobre disciplina presupuestaria y directrices de política económica, y a su cumplimiento de los términos del ME de que se trate. Respecto de cada Acuerdo de Servicio de Préstamo, el correspondiente Estado miembro de la zona del euro que sea beneficiario del mismo se denominará el Prestatario.

(3) Por decisión de los representantes de los gobiernos de los 16 Estados miembros de la zona del euro, de fecha 7 de junio de 2010, actuando sobre la base de las conclusiones del 9 de mayo de 2010 de los 27 Estados miembros, se encomendó a la Comisión que llevara a cabo determinadas tareas y funciones según lo previsto en el presente Acuerdo.

(4) FEEF financiará la concesión de dichos préstamos emitiendo o contratando bonos, pagarés, efectos comerciales, títulos de deuda u otros mecanismos de financiación (Instrumentos de Financiación), respaldados por garantías irrevocables e incondicionales (cada una, un Aval) de los Estados miembros de la zona del euro, que actuarán como Avalistas respecto de dichos Instrumentos de Financiación, conforme a lo establecido en el presente Acuerdo. Serán avalistas (los Avalistas) de los Instrumentos de Financiación emitidos o contratados por FEEF cada uno de los Estados miembros de la zona del euro (exceptuando los que sean o hayan pasado a ser Avalistas Salientes, según lo dispuesto en el **artículo 2.7**, antes de la emisión de tales Instrumentos de Financiación).

(5) Todos los Estados miembros de la zona del euro han tomado la decisión política de proporcionar Compromisos de Aval (tal como se definen en el siguiente **artículo 2.3**) con arreglo a los términos del presente Acuerdo.

(6) Los Estados miembros de la zona del euro y FEEF han celebrado este Acuerdo para estipular las condiciones en las que FEEF podrá conceder Préstamos a los Estados miembros de la zona del euro y financiarlos emitiendo o contratando Instrumentos de Financiación respaldados por Avaluos emitidos por los Avalistas, las condiciones en las que éstos emitirán los Avaluos sobre los Instrumentos de Financiación emitidos o contratados por FEEF, los acuerdos suscritos entre ellos en caso de que un Avalista se vea obligado a satisfacer en virtud de un Aval un importe superior a la proporción de obligaciones que le corresponda respecto de un Instrumento de Financiación, así como otras cuestiones referentes a FEEF.

En atención a las consideraciones precedentes, las Partes acuerdan cuanto sigue:

## 1. ENTRADA EN VIGOR

(1) Cuando al menos cinco (5) Estados miembros de la zona del euro que representen como mínimo dos tercios (2/3) de los compromisos de aval totales recogidos en el **Anexo 1** (los Compromisos de Aval Totales) confirmen por escrito a FEEF, ajustándose en lo esencial al modelo del **Anexo 3**, que han concluido todos los trámites necesarios a tenor de su legislación nacional respectiva para garantizar que las obligaciones que les atañen en virtud del presente Acuerdo van a surtir efecto de forma inmediata (la Confirmación de Compromiso), el presente Acuerdo (con excepción de la obligación de los Estados miembros de la zona del euro de emitir Avaluos en virtud del mismo) entrará en vigor y vinculará a FEEF y a los Estados miembros de la zona del euro que hayan remitido dicha Confirmación.

(2) La obligación de los Estados miembros de la zona del euro de emitir Avaluos conforme al presente Acuerdo sólo entrará en vigor y surtirá efecto entre FEEF y los Estados miembros de la zona del euro que hayan remitido su Confirmación de Compromiso cuando FEEF haya recibido las mencionadas Confirmaciones procedentes de Estados miembros de la zona del euro cuyos Compromisos de Aval representen en conjunto el noventa por ciento (90%) o más de los Compromisos de Aval Totales. Para calcular si se ha alcanzado este umbral del 90% se excluirá a cualquier Estado miembro de la zona del euro que solicite apoyo a la estabilización a los demás Estados miembros de dicha zona, o que se beneficie de apoyo financiero bajo un programa similar, o que sea ya Avalista Saliente.

(3) El presente Acuerdo y la obligación de proporcionar Avaluos de conformidad con los términos del mismo entrará en vigor y vinculará a los demás Estados miembros de la zona del euro (que no hayan remitido su Compromiso de Confirmación en el momento en que el Acuerdo o la obligación de prestar Avaluos entre en vigor en virtud del **artículo 1.1 o 1.2**) en el momento en que dichos Estados miembros de la zona del euro remitan su Confirmación a FEEF, debiendo enviarse a la Comisión copias de esta última.

## 2. CONCESIÓN DE PRÉSTAMOS, INSTRUMENTOS DE FINANCIACIÓN Y EMISIÓN DE AVALS

(1) Los Estados miembros de la zona del euro convienen en que, si un Estado miembro de la zona del euro solicita a los demás un préstamo de apoyo a la estabilidad: i) la Comisión (en coordinación con el BCE y el FMI) quedará por el presente autorizada a negociar el ME con el Prestatario correspondiente, que deberá ajustarse a la decisión que el Consejo pueda adoptar conforme al artículo 136 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea a propuesta de la Comisión; y la Comisión estará facultada para ultimar las condiciones del ME y suscribirlo con el Prestatario en nombre de los Estados

miembros de la zona del euro una vez que el texto haya sido aprobado por el Grupo de Trabajo del Eurogrupo (a menos que se haya concluido previamente un ME entre el Prestatario y la Comisión con arreglo al MEEF, el cual deberá haber sido aprobado por la totalidad de los Estados miembros de la zona del euro, en cuyo caso sería de aplicación este último ME, siempre que cubra tanto el apoyo a la estabilización de MEEF como de FEEF); ii) tras la mencionada aprobación del ME correspondiente, la Comisión, en coordinación con el BCE, presentará una propuesta al Grupo de Trabajo del Eurogrupo sobre las principales condiciones del Acuerdo de Servicio de Préstamo que se propondrán al Prestatario en función de cómo valore la Comisión las condiciones del mercado y siempre que las condiciones del Acuerdo de Servicio de Préstamo sean compatibles con el ME y los términos de vencimiento sean compatibles con la sostenibilidad de la deuda; iii) tras la decisión del Grupo de Trabajo del Eurogrupo, FEEF (en colaboración con el primero) negociará las condiciones técnicas detalladas de los Acuerdos de Servicio de Préstamo según los cuales se facilitarán los Préstamos al Prestatario correspondiente, con arreglo a las condiciones en ellos estipuladas, y siempre que dichos Acuerdos se ajusten sustancialmente al modelo de Acuerdo de Servicio de Préstamo que será aprobado por los Estados miembros de la zona del euro a efectos del presente Acuerdo y que los parámetros financieros de dichos Acuerdos se basen en los términos financieros propuestos por la Comisión, en coordinación con el BCE, y aprobados por el Grupo de Trabajo del Eurogrupo; y iv) FEEF recabará, verificará y mantendrá bajo custodia el texto de las condiciones previas de dichos Acuerdos y las versiones formalizadas de todos los documentos correspondientes. Los términos del **artículo 3.2** establecen la base sobre la que se adoptarán las decisiones respecto a los Préstamos que deberán concederse con arreglo a un Acuerdo de Servicio de Préstamo vigente. Dado que FEEF no es una entidad de crédito, los Prestatarios declararán y garantizarán en cada Acuerdo de Servicio de Préstamo que no se exige autorización de las autoridades reguladoras para que FEEF conceda préstamos a ese Prestatario conforme a su legislación nacional aplicable, o bien que dicha legislación prevé una exención a tal exigencia. Los Avalistas autorizan a FEEF a firmar dichos Acuerdos de Servicio de Préstamo, previa aprobación unánime de todos los que participen en las votaciones correspondientes de los Avalistas.

(2) Con respecto a cada Acuerdo de Servicio de Préstamo y a los Préstamos que se otorguen en virtud del mismo, los Estados miembros de la zona del euro acuerdan que FEEF (previa consulta al Grupo de Trabajo del Eurogrupo) estará autorizada a estructurar y negociar las condiciones en las que la propia FEEF podrá emitir o contratar Instrumentos de Financiación, de forma separada o al amparo de uno o más programas o un mecanismo de emisión de deuda (cada uno, un Programa de FEEF), para financiar la concesión de Préstamos a los Prestatarios. En la medida en que la situación del mercado lo permita, y salvo pacto en contrario en el presente Acuerdo, dichos Instrumentos de Financiación presentarán sustancialmente el mismo perfil financiero que los Préstamos correspondientes (entendiéndose que: (x) por razones opera-

tivas tendrá que haber desfases entre las fechas de emisión y las de pago para facilitar la transferencia de fondos y la ejecución de los Avales e (y) sin perjuicio de la obligación de cada Avalista de pagar cualquier importe en concepto de principal o intereses vencidos y aún no satisfechos en relación con los Instrumentos de Financiación, la posibilidad de los inversores de recurrir contra FEEF por mor de dichos Instrumentos se limitará a los activos de FEEF, incluidos, en particular, los importes que recupere respecto de los Préstamos). El tipo de interés que se aplicará a cada Préstamo tendrá por objeto cubrir el coste de financiación contraído por FEEF e incluirá un margen (el Margen) para retribuir a los Avalistas. La Comisión por Servicio podrá utilizarse para cubrir los costes operativos de FEEF y cualesquiera costes o gastos relacionados directamente con la emisión de Instrumentos de Financiación que no se hayan imputado de otra forma al Prestatario pertinente.

(3) Con respecto a cada Instrumento de Financiación emitido o contratado al amparo de un Programa de FEEF o de forma separada, cada Avalista estará obligado a otorgar un Aval irrevocable e incondicional en la forma que dispongan los Avalistas a los efectos del presente Acuerdo y por un importe equivalente al producto de: (a) el porcentaje que figura junto al nombre de cada uno de los Avalistas en la tercera columna (el Coeficiente de Contribución) del **Anexo 2** (con los ajustes en dicho porcentaje que oportunamente se introduzcan de conformidad con lo dispuesto en el presente Acuerdo y/o con objeto de reflejar la falta de Confirmación de Compromiso por parte de cualquier Estado miembro de la zona del euro durante la fase de entrada en vigor conforme al **artículo 1**, y de los que FEEF informará por escrito a los Avalistas) (el Porcentaje Ajustado del Coeficiente de Contribución), (b) el 120% y (c) las obligaciones de FEEF (en relación con el principal, los intereses y otros importes adeudados) con respecto a los Instrumentos de Financiación emitidos o contratados por FEEF, de forma separada o al amparo de un Programa de FEEF. En el caso de que FEEF emita Instrumentos de Financiación al amparo de un Programa de FEEF, cada Avalista otorgará su Aval para garantizar la totalidad de los Instrumentos de Financiación emitidos o contratados con arreglo al Programa FEEF de que se trate. La Documentación de la Oferta o los documentos contractuales relativos a cada emisión o contratación de Instrumentos de Financiación realizada al amparo de un Programa de FEEF confirmarán que Avalistas poseen Avales que cubran los correspondientes Instrumentos de Financiación o la emisión o serie de los mismos. FEEF podrá asimismo solicitar a los Avalistas que otorguen Avales en virtud del presente Acuerdo para otros fines que estén estrechamente relacionados con una emisión de Instrumentos de Financiación y con vistas a obtener y mantener la calificación más alta posible de los Instrumentos emitidos por FEEF, así como una eficaz financiación de FEEF. La decisión de emitir Avales para esos otros fines en conexión con un Programa de FEEF o con una emisión separada o una contratación de Instrumentos de Financiación se adoptará de forma unánime por los Avalistas. No se exigirá a ningún Avalista que otorgue Avales por los que tuviese que hacer frente a un Riesgo de Aval superior al total de su compromiso de aval (su Compro-

miso de Aval) indicado junto a su nombre en el **Anexo 1**. A efectos del presente Acuerdo, el Riesgo de Aval de un Avalista equivaldrá a la suma de: i) el importe de los Avales que haya emitido pero que no se hayan ejecutado y ii) el importe que haya pagado y no se le haya reembolsado con arreglo a los Avales que hubiese emitido según el presente Acuerdo. En consecuencia, si un Aval pendiente y no ejecutado expira o si se reembolsa un importe ejecutado con arreglo a un Aval, esto reducirá el Riesgo de Aval de un Avalista y restablecerá su capacidad para emitir Avales conforme al presente Acuerdo.

(4) (a) Los Avales garantizarán irrevocable e incondicionalmente la debida satisfacción de los pagos programados de intereses y principal adeudados sobre los Instrumentos de Financiación emitidos por FEEF. Si se trata de Programas de FEEF, los Avalistas otorgarán Avales que garanticen todas las series de Instrumentos de Financiación emitidas en cada momento al amparo del Programa en cuestión. La Documentación de la Oferta y/o los documentos contractuales relativos a cada serie confirmarán qué Avales cubrirán esa serie, indicando, en particular, si un Avalista en virtud de ese Programa de FEEF ha pasado a ser Avalista Saliente y no está ya en condiciones de garantizar subsiguientes emisiones o series con arreglo a dicho Programa.

(b) Los Avales podrán otorgarse a un fiduciario u otro representante de los titulares de los bonos o acreedores (un Representante de Titular), que estará facultado para realizar peticiones al amparo de los Avales, en nombre de los titulares de Instrumentos de Financiación, y a exigir la satisfacción de sus reclamaciones, con el fin de facilitar la tramitación de las solicitudes respecto de los Avales. Las condiciones detalladas de cada emisión de Instrumentos de Financiación y los Avales relativos a los mismos serán acordadas por FEEF, con sujeción a la aprobación de los Avalistas, y serán las expuestas en la correspondiente Documentación de la Oferta (tal como se define en el **artículo 4.1** aplicable al efecto) y los documentos contractuales pertinentes.

(5) Sólo se exigirá a un Avalista que emita un Aval en virtud del presente Acuerdo cuando:

(a) se otorgue respecto a Instrumentos de Financiación emitidos o contratados al amparo de un Programa FEEF o de forma separada, y dichos Instrumentos tengan por objeto financiar la realización de uno o más Préstamos aprobados de conformidad con los términos del presente Acuerdo y los Estatutos de FEEF, o bien se otorgue para cualesquiera otros fines que guarden una conexión estrecha según lo previsto en el **artículo 2.3**;

(b) el Aval se otorgue para facilitar la financiación con arreglo a los Acuerdos de Servicio de Préstamo celebrados el 30 de junio de 2013 o antes de esa fecha (incluida la financiación de Préstamos concedidos después de tal fecha en virtud de un Acuerdo de Servicio de Préstamo ya existente, y cualquier emisión de bonos o títulos de deuda en relación con dichos Préstamos) y, en todo caso, el Aval se emita el 30 de junio de 2013 o en fecha anterior;

(c) el Aval adopte la forma aprobada por los Estados miembros de la zona del euro a efectos del presente Acuerdo y el Programa de FEEF;

(d) la obligación del Avalista conforme a dicho Aval sea por un importe máximo que se ajuste a lo dispuesto en el **artículo 2.3**; y

(e) esté denominado en euros o en cualquier otra moneda aceptada por los Avalistas a efectos del presente Acuerdo.

(6) El Compromiso de Aval por el que cada Avalista se compromete a otorgar Avales es irrevocable, firme y vinculante. Con sujeción a los términos del presente Acuerdo, cada Avalista estará obligado a otorgar Avales hasta el límite del Compromiso de Aval por él asumido, y por los importes y en las fechas que FEEF determine con vistas a facilitar la emisión o contratación de Instrumentos de Financiación con arreglo al Programa de FEEF correspondiente, o la emisión separada de dichos Instrumentos, emitidos en cada caso con arreglo a la estrategia de financiación de FEEF.

(7) Si un Estado miembro de la zona del euro atraviesa por dificultades financieras de tal manera que deba efectuar una solicitud de préstamo de apoyo a su estabilidad a FEEF, podrá solicitar a los demás Avalistas, mediante notificación escrita acompañada de información justificativa aceptable para estos últimos (con copia a la Comisión y a la Presidencia del Grupo de Trabajo del Eurogrupo), que acepten que dicho Avalista no participe en la emisión de un Aval respecto a cualquier futura emisión de deuda de FEEF. La decisión de los Estados miembros de la zona del euro referente a tal solicitud deberá adoptarse a más tardar en el momento en que decidan la celebración de ulteriores Acuerdos de Servicio de Préstamo u otros Préstamos.

(8) Se cobrará por adelantado a cada Prestatario una comisión por servicio (la Comisión por Servicio), cifrada en 50 puntos básicos sobre el importe total del principal de cada Préstamo, que se deducirá del efectivo que vaya a remitirse al Prestatario en virtud del Préstamo correspondiente. Además, el valor actual neto (calculado con arreglo al tipo interno de rendimiento de los Instrumentos de Financiación que financien dicho Préstamo (u otro tipo interno combinado de rendimiento que se considere apropiado si se trata de una Estrategia de Financiación Diversificada), el Tipo de Descuento) del Margen previsto que se devengaría sobre cada Préstamo hasta su fecha programada de vencimiento se deducirá del importe en efectivo que vaya a remitirse al Prestatario en virtud de dicho Préstamo. La Comisión por Servicio y el valor actual neto del Margen previsto, junto con cualesquiera otros importes que FEEF decida retener como reserva de caja adicional, se deducirán del importe en efectivo remitido al Prestatario en virtud de cada Préstamo (de tal modo que en la fecha de desembolso (la Fecha de Desembolso) el Prestatario reciba el importe neto (el Importe Neto Desembolsado)) pero no podrán reducir el principal del mismo que el Prestatario está obligado a reembolsar y

sobre el que devengarán los correspondientes intereses con arreglo a dicho Préstamo. Estos importes se retendrán a fin de establecer una reserva en efectivo que se utilizará para reforzar el crédito y para los fines previstos en el **artículo 5**. La Reserva de Cajacomprenderá estos importes retenidos y todos los demás ingresos y beneficios obtenidos mediante la inversión de lo mismos. La Reserva de Caja deberá invertirse de conformidad con las directrices en materia de inversiones aprobadas por el consejo de administración de FEEF.

(9) En caso de que, tras el reembolso de todos los Préstamos efectuados con arreglo a Acuerdos de Servicio de Préstamo y todos los Instrumentos de Financiación emitidos o contratados por FEEF, subsista un remanente en la Reserva de Caja (incluidas sumas que representen el interés o ingresos obtenidos por la inversión de la Reserva de Caja), su importe se abonará a los Avalistas como contraprestación por la emisión de sus Aavales. FEEF mantendrá cuentas de mayor y otros registros de los importes de Comisión por Servicio y Margen previsto retenidos en relación con cada Acuerdo de Servicio de Crédito y el importe de todos los Aavales emitidos por cada Avalista con arreglo al presente Acuerdo. Dichas cuentas de mayor y registros permitirán a FEEF calcular las contraprestaciones debidas a los distintos Avalistas por los Aavales emitidos en virtud del Acuerdo, que serán pagaderas en proporción a la participación de cada uno de ellos en todos los Aavales emitidos con arreglo al mismo.

(10) Los Estados miembros de la zona del euro que puedan pasar a ser Prestatarios sólo podrán solicitar y celebrar Acuerdos de Servicio de Préstamo durante el período que comienza en la fecha de entrada en vigor del presente Acuerdo y finaliza el 30 de junio de 2013 (teniendo en cuenta que los Préstamos podrán desembolsarse después de tal fecha cuando se concedan en virtud de Acuerdos de Servicio de Préstamo celebrados antes de la misma).

(11) Tras el otorgamiento del presente Acuerdo, las Partes convendrán la forma que habrán de adoptar: i) los Aavales, ii) los Acuerdos de Servicio de Préstamo, iii) la documentación relativa a los Instrumentos de Financiación, iv) los acuerdos relativos a la designación de Representantes de los Titulares, v) los acuerdos sobre gestores y suscripción de Instrumentos de Financiación y vi) todo acuerdo de agencia o servicio con el BEI u otra agencia, persona o entidad.

### 3. PREPARACIÓN Y AUTORIZACIÓN DE LOS DESEMBOLSOS DE LOS PRÉSTAMOS

(1) Antes de cada desembolso de un Préstamo en virtud de un Acuerdo de Servicio de Préstamo, la Comisión, en coordinación con el BCE, presentará un informe al Grupo de Trabajo del Eurogrupo en el que se analizará el cumplimiento por parte del Prestatario correspondiente de las condiciones establecidas en el ME y en la Decisión del Consejo (en su caso) referente al mismo. Los Avalistas valorarán dicho cumplimiento y resolverán por unanimidad si debe permitirse el desembolso del Préstamo en cuestión. El primer Préstamo

que se facilitará al Prestatario en virtud de un Acuerdo de Servicio de Préstamo se hará efectivo tras la firma inicial del ME correspondiente y no será objeto del informe mencionado.

(2) Tras recibir de un Prestatario una solicitud de fondos (la Solicitud de Fondos) que se ajuste a las condiciones del Acuerdo de Servicio de Préstamo correspondiente y en la que se solicite la concesión de un Préstamo al amparo de dicho Acuerdo, los Avalistas examinarán (salvo si se trata del primer Préstamo) el informe de la Comisión relativo al cumplimiento del ME por parte del Prestatario y (en su caso) la decisión pertinente del Consejo. Si los Avalistas estiman, por unanimidad, que el Prestatario cumple los requisitos para disponer de los fondos conforme al Acuerdo de Servicio de Préstamo y que se cumplen las condiciones del ME, la Presidencia del Grupo de Trabajo del Eurogrupo solicitará por escrito a FEEF que formule una propuesta sobre los pormenores del Préstamo que recomienda que se conceda al Prestatario dentro de los parámetros del Acuerdo de Servicio de Préstamo y del ME, teniendo presentes la sostenibilidad de la deuda y la situación del mercado para la emisión de bonos. En la propuesta de FEEF se especificará el importe que se autoriza a ésta a facilitar en forma de Préstamo en virtud de un Acuerdo de Servicio de Préstamo y los términos del mismo, incluidos el importe del Préstamo, el Importe Neto Desembolsado, el plazo, el calendario de amortización y el tipo de interés (incluido el Margen) referentes al Préstamo. Si el Grupo de Trabajo del Eurogrupo acepta la propuesta, su Presidencia solicitará a FEEF que remita una notificación de aceptación (la Notificación de Aceptación) al Prestatario en la que se confirmen las condiciones del Préstamo.

(3) A más tardar tras la suscripción de un Acuerdo de Servicio de Préstamo, FEEF iniciará el proceso de emisión o contratación de Instrumentos de Financiación conforme al Programa o Programas de FEEF, o de otro modo, y, en la medida en que sea necesario, pedirá a los Avalistas que emitan Aavales de conformidad con el (precedente) **artículo 2**, de tal modo que FEEF cuente con fondos suficientes para hacer frente a los desembolsos que se precisen con arreglo al Préstamo.

(4) En su caso, y antes de que se emita Notificación de Aceptación, la Presidencia del Grupo de Trabajo del Eurogrupo comunicará a la Comisión y a FEEF si algún Avalista le ha notificado que se encuentra en el caso previsto en el **artículo 2.7**, así como la decisión que los Estados miembros de la zona del euro hayan tomado al respecto. La Presidencia comunicará la decisión de los Avalistas a FEEF, a la Comisión y a los Estados miembros de la zona del euro al menos treinta (30) días laborables antes de la fecha de cualquier emisión o contratación de Instrumentos de Financiación.

(5) En la Fecha de Desembolso correspondiente, FEEF pondrá a disposición del Prestatario el Préstamo en cuestión, en concreto el Importe Neto Desembolsado, a través de las cuentas que FEEF y dicho Prestatario hayan abierto con el BCE a efectos del Acuerdo de Servicio de Préstamo.

#### 4. EMISIÓN O CONTRATACIÓN DE INSTRUMENTOS DE FINANCIACIÓN

(1) En aplicación de su estrategia de financiación, FEEF podrá emitir o contratar Instrumentos de Financiación de forma separada al amparo de los Avales o bien establecer, acogido a los Avales, uno o más Programas con objeto de emitir tales Instrumentos, los cuales financiarán la constitución de Préstamos conforme a las condiciones previstas en el presente Acuerdo. FEEF podrá elaborar un prospecto básico (el Prospecto Básico) para cada Programa FEEF, y cada emisión concreta de Instrumentos de Financiación se realizará de acuerdo con las condiciones definitivas (las Condiciones Definitivas), que recogerán las condiciones financieras detalladas de cada emisión. Otra posibilidad es que FEEF redacte memorandos informativos (los Memorandos Informativos) a efectos de la emisión de Instrumentos de Financiación (que no tendrían la condición de prospectos a efectos de la Directiva sobre Prospectos 2003/71/EC). Todo Prospecto Básico, Condiciones Definitivas, prospecto, Memorando Informativo o documento conexo relativo a la colocación o sindicación de Instrumentos de Financiación recibirá la denominación de Documentación de la Oferta. También otorgará los documentos contractuales pertinentes en relación con dichos Instrumentos de Financiación.

(2) FEEF definirá las condiciones estándar aplicables a los Instrumentos de Financiación emitidos o contratados por FEEF, que podrán incluir disposiciones para la reclamación de los Avales, ya sea por FEEF, si prevé un déficit antes de la fecha programada de pago, o por un Representante de Titular (si FEEF no ha satisfecho un pago programado de intereses o principal relativo a un Instrumento de Financiación, a la fecha de vencimiento). Las condiciones estándar mencionarán expresamente que no se producirá un vencimiento anticipado de los Instrumentos de Financiación en el supuesto de que el Préstamo o Préstamos financiados por esos Instrumentos venzan o se paguen por anticipado por cualquier motivo.

(3) En relación con la estructuración y negociación de Instrumentos de Financiación de forma separada o al amparo de un Programa o Programas de FEEF, ésta podrá:

(a) designar al banco organizador, jefe de fila y coordinador global de la emisión, y negociar y servir de enlace con los mismos;

(b) designar a las agencias de calificación y asesores en esa materia y negociar y servir de enlace con los mismos, suministrándoles los datos, documentos e información necesarios para la obtención de las calificaciones requeridas;

(c) designar a los agentes pagadores, agentes del vendedor, Representantes de Titular, abogados y otros asesores profesionales, y negociar y servir de enlace con los mismos;

(d) designar a los depositarios habituales y sistemas de compensación, como Euroclear y/o Clearstream, para el pago

de Instrumentos de Financiación, y negociar y servir de enlace con los mismos;

(e) asistir a las presentaciones y jornadas organizadas por el inversor, con el fin de ayudar a la colocación o sindicación de los Instrumentos de Financiación con arreglo al Programa o Programas FEEF;

(f) negociar, otorgar y firmar toda la documentación jurídica relativa a los Instrumentos de Financiación y al Programa o Programas FEEF; y

(g) en general, hacer todo lo demás que sea necesario para la acertada estructuración y aplicación del Programa o Programas FEEF y para la emisión o contratación de Instrumentos de Financiación.

(4) FEEF, con sujeción a las condiciones del mercado y a lo dispuesto en el **artículo 4 del presente instrumento**, financiará los Préstamos mediante la emisión o contratación de Instrumentos de Financiación sobre una base de financiación emparejada, de tal modo que los Instrumentos que financien un Préstamo respondan esencialmente al mismo perfil financiero en cuanto a importe, fecha de emisión, moneda, pautas de reembolso, vencimiento final y base de interés, entendiéndose que, en la medida de lo posible, las fechas programadas para el pago de los Préstamos serán al menos catorce (14) días laborables anteriores a las fechas de pago programadas conforme a los Instrumentos de Financiación de que se trate, con objeto de permitir la tramitación de los pagos.

(5) Cuando, debido a las condiciones del mercado y al volumen de Instrumentos de Financiación que deban emitirse o contratarse por FEEF con arreglo a su Programa o Programas, no sea factible emitir o contratar dichos Instrumentos ajustándose estrictamente a la financiación emparejada, FEEF podrá solicitar a los Avalistas que le permitan cierta flexibilidad en la financiación, de tal modo que ésta no vaya emparejada con los Préstamos realizados, en particular por lo que respecta a: a) la moneda de los Instrumentos de Financiación; b) el calendario de emisión o de contratación de los mismos; c) las bases de tipo de interés; y/o d) el vencimiento o pautas de reembolso de los Instrumentos que vayan a emitirse o contratarse (incluida la posibilidad de emitir instrumentos de deuda a corto plazo, efectos comerciales u otros mecanismos de financiación garantizados por Avales) y e) la posibilidad de financiar anticipadamente los Préstamos con arreglo a un Acuerdo de Servicio de Préstamo vigente. Los Avalistas, por decisión unánime, podrán permitir a FEEF aplicar cierto grado de flexibilidad en la financiación, y habrán de especificar los límites y parámetros dentro de los cuales FEEF podrá adoptar una estrategia de financiación no emparejada (Estrategia de Financiación Diversificada).

(6) Dado que una Estrategia de Financiación Diversificada exigirá gestionar los riesgos de transformación y de base, en caso de que se autorice dicha estrategia en relación con FEEF, esta podrá delegar la gestión de las actividades de financia-

ción, la estrategia de gestión de los activos y pasivos correspondientes y la concertación de cualquier instrumento conexo sobre moneda, tipo de interés o cobertura con desfase de vencimientos, en una o más agencias de gestión de deuda de un Estado miembro de la zona del euro o en cualesquiera otras agencias o entidades que los Avalistas aprueben por unanimidad; dichas agencias o entidades tendrán derecho a recibir una compensación a una tarifa de mercado por la prestación de dichos servicios, y tal remuneración tendrá carácter de coste operativo para FEEF.

## 5. REFUERZO DEL CRÉDITO, LIQUIDEZ Y TESORERÍA

(1) El refuerzo del crédito para el Programa de FEEF se basará en los elementos siguientes:

(a) los Avales y, en particular, el hecho de que la participación de cada Avalista en la emisión de los mismos se calculará en función del Porcentaje Ajustado del Coeficiente de Contribución, y de que el Aval emitido por cada Avalista equivaldrá al 120% de su Porcentaje Ajustado de los importes de los Instrumentos de Financiación de que se trate;

(b) la Reserva de Caja tendrá funciones reguladoras y, hasta el momento de ser utilizada, se invertirá en instrumentos de deuda líquidos y de alta calidad. Tras el reembolso de todos los Préstamos realizados y todos los Instrumentos de Financiación emitidos por FEEF, el saldo de la Reserva de Caja se empleará, en primer lugar, para devolver cualesquiera importes pagados por los Avalistas que no se hubieran ya reembolsado con cargo a los importes recuperados de los pertinentes Prestatarios subyacentes y, en segundo lugar, se pagará a los Avalistas en concepto de contraprestación por su emisión de Avales con arreglo al presente Acuerdo, según se establece en el **artículo 2.9**; y

(c) aquellos otros mecanismos de refuerzo del crédito que puedan ser aprobados con arreglo al presente **artículo 5**.

(2) En caso de demora o de impago por un Prestatario de un pago previsto con arreglo a un Préstamo que, a su vez, dé lugar a que no se disponga de fondos suficientes para satisfacer un pago programado de intereses o de principal respecto de un Instrumento de Financiación emitido por FEEF, esta:

(a) en primer lugar, hará una petición *pro rata* y en régimen de igualdad a los Avalistas que hayan avalado ese Instrumento de Financiación, hasta como máximo el 120% de su respectivo Porcentaje Ajustado del Coeficiente de Contribución del importe vencido pero no abonado;

(b) en segundo lugar, si las medidas previstas en el **artículo 5.2. a)** no cubren completamente el déficit de fondos, liberará una cantidad de la Reserva de Caja para subsanar ese déficit; y

(c) en tercer lugar, tomará aquellas otras medidas de que disponga en caso de que se hayan aprobado mecanismos adicionales de refuerzo del crédito con arreglo al **artículo 5.3**.

(3) Los Estados miembros de la zona del euro podrán aprobar y adoptar, por decisión unánime, cualquier otro mecanismo de refuerzo del crédito que estimen pertinente o podrán modificar, en su caso, los ya existentes con objeto de afianzar o preservar la solvencia de los Instrumentos de Financiación emitidos o contratados por FEEF o de reforzar la eficiencia de la financiación de FEEF. Tales medidas de refuerzo podrán incluir, entre otras técnicas, la provisión a FEEF de préstamos subordinados, acuerdos de depósito, líneas de liquidez o líneas de crédito contingentes, o la emisión por FEEF de pagarés subordinados.

(4) Si un Avalista no ha efectuado un pago vencido y pagadero respecto de un Aval y, como consecuencia de ello, FEEF hace una retirada de fondos de la Reserva de Caja para cubrir ese déficit con arreglo al **artículo 5.2.b)**, dicho Avalista deberá reembolsar ese importe a FEEF, bastando una única solicitud por escrito, junto con un interés sobre dicho importe al tipo del EURIBOR a un mes más 500 puntos básicos desde la fecha en que el importe sea retirado de la Reserva de Caja a aquella en que el Avalista reembolse el citado importe a FEEF, junto con el interés devengado. FEEF destinará los importes reembolsados (y el interés devengado sobre los mismos) a reponer la Reserva de Caja.

(5) Con el fin de facilitar que se disponga de la liquidez adecuada para las necesidades de financiación de FEEF:

(a) cada Estado miembro de la zona del euro garantizará que FEEF cumpla los requisitos para la recepción de un límite de contraparte en relación con las operaciones de gestión de efectivo de las operaciones de gestión de deuda del organismo de gestión de deuda de dicho Estado miembro de la zona del euro; y

(b) cada Estado miembro de la zona del euro cooperará para que FEEF esté en condiciones de garantizar que sus Instrumentos de Financiación cumplen los criterios exigidos para poder optar a ser garante de las operaciones del Eurosistema.

(6) Con el fin de minimizar los rendimientos negativos en el caso de una Estrategia de Financiación Diversificada, FEEF podrá realizar depósitos u otra colocación que, de conformidad con la estrategia de inversión acordada por el consejo de administración de FEEF, minimice el riesgo de desfase de financiación o de rendimientos negativos.

## 6. RECLAMACIONES AL AMPARO DE UN AVAL

(1) Si FEEF aprecia que no ha recibido la totalidad de un pago programado con arreglo a un Préstamo, y si este impago diera lugar a un déficit en los fondos disponibles para hacer frente a un pago programado de principal o de intereses respecto de Instrumentos de Financiación emitidos por FEEF o a

un pago programado a cargo de FEEF en virtud de cualquier otro instrumento o acuerdo al amparo de un Aval otorgado conforme al presente Acuerdo, lo notificará por escrito inmediatamente al Presidente del Grupo de Trabajo del Eurogrupo, a la Comisión y a cada Avalista, y comunicará a cada uno de estos últimos la parte que le corresponde del déficit, según lo dispuesto en este Acuerdo y en el Aval correspondiente, solicitándoles individualmente y por escrito que remitan la misma a FEEF en una fecha (la Fecha de Pago del Aval) que deberá ser al menos dos (2) días laborables anterior a la prevista para el pago de los importes correspondientes por parte de FEEF (Petición de Aval de FEEF).

(2) Cada Avalista remitirá a FEEF (o, si se determina en la documentación pertinente, al agente pagador del Instrumento de Financiación en cuestión) su parte del importe solicitado en la Petición de Aval de FEEF a él dirigida por FEEF, en fondos inmediatamente disponibles, en la Fecha de Pago del Aval.

(3) En el caso de que FEEF no satisfaga un pago programado de intereses o de principal en la fecha en que el mismo venza y sea pagadero en virtud de un Instrumento de Financiación emitido por FEEF, el Representante de Titular de que se trate podrá solicitar por escrito (Petición de Aval de Representante de Titular) a los Avalistas (con copia a FEEF) que paguen el importe adeudado de ese pago programado de intereses y/o de capital. Del mismo modo, en caso de que FEEF no satisfaga un pago programado con arreglo a cualquier otro instrumento o acuerdo suscrito entre FEEF y una contraparte (una Contraparte) en virtud de un Aval otorgado conforme al presente Acuerdo (que haya sido otorgado para un fin estrechamente vinculado a una emisión de Instrumentos de Financiación conforme al **artículo 2.3**), dicha Contraparte podrá solicitar por escrito (Petición de Aval de Contraparte) a los Avalistas (con copia a FEEF) el importe no satisfecho de ese pago programado. En caso de recepción por los Avalistas y FEEF de una Petición de Aval de Representante de Titular o de una Petición de Aval de Contraparte, cada Avalista remitirá, de conformidad con las condiciones estipuladas en su Aval, en fondos inmediatamente disponibles, su parte del importe debidamente solicitado en dicha Petición de Aval de Representante de Titular o, en su caso, de Contraparte. Los pormenores detallados de pago para coordinar los pagos con arreglo a los Avales se establecerán en la documentación relativa a la emisión de los Instrumentos de Financiación y los Avales conexos.

(4) En el caso de que un déficit de ingresos con arreglo a un Préstamo dé lugar a una Petición de Aval de FEEF y, asimismo, a una Petición de Aval de Representante de Titular (o a una Petición de Aval de Contraparte), los Avalistas interesados sólo estarán obligados a realizar un único pago en virtud de sus Avales respectivos, sin doble contabilidad.

(5) Las Partes reconocen y convienen en que cada Avalista tendrá derecho a realizar un pago respecto de cualquier Petición de Aval de FEEF, de Representante de Titular o de Contraparte que parezca válida a primera vista, sin hacer refe-

rencia a FEEF ni a ninguna otra Parte, ni realizar ninguna otra investigación o averiguación. FEEF autoriza irrevocablemente a cada Avalista a satisfacer cualquier Petición de Aval.

(6) FEEF y cada una de las demás Partes reconoce y conviene en que cada Avalista:

i) no está obligado a llevar a cabo una investigación ni a obtener confirmación antes de satisfacer una reclamación;

ii) no se verá afectado:

(1) por la legitimidad de una reclamación o de cualquier transacción subyacente o compensación, recurso o reconvencción a la que pueda acogerse cualquier persona;

(2) por cualquier modificación de un documento subyacente; o

(3) por la inexigibilidad, ilegalidad o nulidad de cualquier documento o título.

(7) FEEF será responsable de reembolsar a cada Avalista respecto de cualquier reclamación pagada en relación con un Aval, e indemnizará a cada Avalista por cualquier pérdida o responsabilidad que éste contraiga respecto de un Aval. La obligación de reembolso que recaiga sobre FEEF estará sujeta y circunscrita a la cuantía de los fondos efectivamente recibidos de los Prestatarios subyacentes respecto de los Préstamos que hubiesen dado lugar a un déficit de fondos.

(8) Además de la obligación de reembolso de FEEF con arreglo al **artículo 6.5**, si un Avalista realiza un pago al amparo de su Aval, FEEF cederá y transmitirá a ese Avalista una parte de los derechos e intereses de FEEF en el Préstamo en cuestión, equivalente al déficit de los pagos realizados por el Prestatario y el pago correlativo efectuado por el Avalista conforme al Aval. FEEF seguirá administrando la porción del Préstamo cedida y transferida al Avalista, con objeto de facilitar la gestión coordinada de dicho Préstamo, así como el tratamiento en régimen de igualdad de todos los Avalistas.

(9) Todos los Avalistas tendrán idéntico rango entre sí, en particular por lo que respecta al reembolso de los importes por ellos pagados en virtud de sus Avales respectivos, si bien, en el caso de que un Avalista adeude cualquier importe a FEEF en virtud del **artículo 5.4** o a otros Avalistas en virtud del **artículo 7.1**, los importes recobrados de Prestatarios subyacentes que, en otro caso, serían adeudados por FEEF a dicho Avalista, se destinarán a devolver la cantidad adeudada con arreglo al **artículo 5.4** o a pagar la cantidad adeudada a otros Avalistas con arreglo al **artículo 7.1**, antes de destinarse a reembolsar al mencionado Avalista.

## 7. CONTRIBUCIONES ENTRE LOS AVALISTAS

(1) (a) Si un Avalista satisface reclamaciones o peticiones respecto de un Aval por él emitido, o contrae costes, pérdi-

das, gastos u obligaciones en relación con aquel (Obligaciones del Aval), y el valor total de las Obligaciones del Aval que contraiga excede de la Parte Requerida referente a ese Aval concreto, tendrá entonces derecho, bastando una sola reclamación por escrito, a ser indemnizado y a recibir una contribución de los demás Avalistas respecto de dichas Obligaciones del Aval, de tal modo que cada Avalista responda en última instancia únicamente por la Parte Requerida que le corresponda del total de las Obligaciones del Aval, entendiéndose que, si el total de las Obligaciones del Aval de cualquier Avalista respecto de cualquier Aval no se reduce a su Parte Requerida en el plazo de tres (3) días laborables, los otros Avalistas (excluidos los Avalistas Salientes) indemnizarán a dicho Avalista por un importe tal que el exceso sobre la Parte Requerida se asigne a cada uno de los Avalistas (excluidos los Avalistas Salientes) de forma proporcional. La Parte Requerida será equivalente al Porcentaje Ajustado del Coeficiente de Contribución aplicable al Aval de que se trate. Todo pago en concepto de indemnización o contribución de un Avalista a otro con arreglo al presente **artículo 7** soportará un interés sobre el importe de que se trate al tipo del EURIBOR a un mes más 500 puntos básicos, que se devengará desde la fecha en que se solicite el pago a aquella en que sea recibido por el Avalista correspondiente.

(b) Las disposiciones del presente **artículo 7** se aplicarán, *mutatis mutandi*, si un Estado miembro de la zona del euro emite cualesquiera Avaluos con arreglo a un Porcentaje Ajustado del Coeficiente de Contribución por encima de lo que sería de aplicación al mismo una vez que se obtenga el cien por cien de los Compromisos de Aval Totales, entendiéndose que el término Avalista incluirá a cualquier Estado miembro de la zona del euro que no haya facilitado aún su Confirmación de Compromiso antes de que FEEF emita o contrate el Instrumento de Financiación de que se trate.

(2) Las obligaciones de cada Avalista de realizar pagos en concepto de indemnización o contribución con arreglo al presente artículo, constituyen obligaciones permanentes que se extienden hasta el balance definitivo de los importes debidos, con independencia de cualquier pago intermedio o cumplimiento total o parcial.

(3) Las obligaciones de indemnización o contribución de cada Avalista con arreglo al presente artículo no se verán afectadas por ninguna acción, omisión, asunto o elemento que, de no existir esta cláusula, reduciría, suprimiría o repercutiría en cualquiera de sus obligaciones previstas en el mismo (sin limitación alguna y con independencia de su conocimiento o desconocimiento por él o por cualquier otra persona), en particular:

i) cualquier plazo, exención o consentimiento concedido a una persona, o convenio realizado con la misma;

ii) la exención de responsabilidad de una persona en virtud de cualquier convenio o acuerdo;

iii) la reivindicación, modificación, transacción, intercambio, renovación o exención, o la denegación o falta de perfeccionamiento o de reivindicación o ejecución de cualesquiera derechos o títulos sobre activos de cualquier persona; o la no ejecución u observancia de cualquier formalidad u otro requisito respecto de un instrumento, o la no realización del valor total de un título;

iv) cualquier incapacidad o falta de poder, autoridad o personalidad jurídica, o disolución o cambio de los miembros o de la condición de cualquier persona;

v) la modificación (por trascendente que sea) o sustitución de cualquier Acuerdo de Servicio de Préstamo, Préstamo o cualquier instrumento o título;

vi) la inexigibilidad, ilegitimidad o nulidad de las obligaciones de cualquier persona en virtud de cualquier documento o título; o

vii) cualquier insolvencia o procedimiento similar.

## 8. CÁLCULO Y AJUSTE DE LOS AVALES

(1) Las Partes convienen en que FEEF podrá encomendar al BEI (o a cualquier otro organismo, entidad, institución de la UE o entidad financiera que los Avalistas aprueben por unanimidad) la tarea de realizar los cálculos, a efectos del presente Acuerdo, de cada Acuerdo de Servicio de Préstamo, de la financiación de FEEF mediante la emisión o contratación de Instrumentos de Financiación (o de otra forma) y de los Avaluos. Si el BEI (o cualquier otro organismo, entidad, institución de la UE o entidad financiera) acepta esta tarea, se encargará de calcular el tipo de interés de cada Préstamo con arreglo a las condiciones del Acuerdo de Servicio de Préstamo correspondiente, de calcular los importes pagaderos en cada fecha de pago de intereses y de notificarlo al Prestatario interesado y a FEEF, y de realizar todos los demás cálculos y notificaciones que resulten necesarios para los fines del presente Acuerdo, los Avaluos y los Instrumentos de Financiación.

(2) En el caso de que un Avalista esté atravesando dificultades financieras graves y solicite un préstamo de apoyo a la estabilidad o se beneficie de un apoyo financiero al amparo de un programa similar, el mismo (el Avalista Saliente) podrá solicitar a los demás Avalistas que suspendan el compromiso que a él le atañe de prestar nuevos Avaluos con arreglo al presente Acuerdo. Los demás Avalistas, actuando de forma unánime y reuniéndose a través del Grupo de Trabajo del Eurogrupo, podrán decidir que aceptan esa solicitud y, en tal caso, no se exigirá al Avalista Saliente que preste su Aval respecto de cualquier otra emisión o contratación de Instrumentos de Financiación por FEEF y todo nuevo Aval emitido al amparo de este Acuerdo lo será por los demás Avalistas, ajustándose en consecuencia el Porcentaje Ajustado de Coeficiente de Contribución para la emisión de los nuevos Avaluos. Estos ajustes no afectarán a la responsabilidad del Avalista Saliente en relación con los Avaluos ya existentes. Se reco-

noce y conviene en que la República Helénica se considere un Avalista Saliente con efecto a partir de la entrada en vigor del presente Acuerdo.

#### 9. INCUMPLIMIENTO DE LAS OBLIGACIONES PREVIAS EN UN ACUERDO DE SERVICIO DE PRÉSTAMO Y MODIFICACIONES Y/O RENUNCIAS

(1) Si FEEF tiene conocimiento del incumplimiento de una obligación prevista en el Acuerdo de Servicio de Préstamo, informará inmediatamente de la situación a los Avalistas (a través del Presidente del Grupo de Trabajo del Eurogrupo), a la Comisión y al BCE, y formulará una propuesta para hacer frente a la misma. El Presidente del Grupo de Trabajo sobre el Euro coordinará la postura de los Avalistas e informará a FEEF, a la Comisión y al BCE de la decisión adoptada. FEEF pasará acto seguido a ejecutar tal decisión, de conformidad con el Acuerdo de Servicio de Préstamo correspondiente.

(2) Si FEEF tiene conocimiento de cualquier situación en la que resulten necesarias modificaciones, una reestructuración y/o renuncias en relación con cualquier Préstamo realizado en virtud de un Acuerdo de Servicio de Préstamo, informará de esta situación a los Avalistas a través del Presidente del Grupo de Trabajo del Eurogrupo, a la Comisión y al BCE, y formulará una propuesta para hacer frente a la misma. El Presidente del Grupo de Trabajo del Eurogrupo coordinará la postura de los Avalistas e informará a FEEF, a la Comisión y al BCE de la decisión adoptada. FEEF pasará acto seguido a ejecutar tal decisión y, siguiendo instrucciones de los Avalistas, negociará y firmará la correspondiente modificación, reestructuración o revocación, o bien un nuevo acuerdo de préstamo con el Prestatario pertinente, o adoptará cualquier otra medida que se requiera.

(3) En cualquier otro caso que no entre en el ámbito de los **artículos 9.1 y 9.2**, si FEEF tiene conocimiento de una situación en la que resulte necesario que los Avalistas manifiesten su opinión o adopten alguna medida en relación con un Acuerdo de Servicio de Préstamo, informará de tal situación a los Avalistas a través del Presidente del Grupo de Trabajo del Eurogrupo y formulará una propuesta para hacer frente a la misma. El Presidente del Grupo de Trabajo del Eurogrupo coordinará la postura de los Avalistas e informará a FEEF, a la Comisión y al BCE de la decisión adoptada. FEEF pasará acto seguido a ejecutar tal decisión del modo que resulte necesario.

(4) En caso de que los Estados miembros de la zona del euro den su consentimiento a la modificación de cualquier ME concluido con un Prestatario, la Comisión quedará autorizada a firmar las enmiendas a dicho ME en nombre de los Estados miembros de la zona del euro.

#### 10. FEEF, DECISIONES ENTRE AVALISTAS, CONSEJEROS Y GOBERNANZA.

(1) FEEF tendrá un consejo de administración compuesto por tantos consejeros como Accionistas. Cada Accionista de

FEEF tendrá derecho a proponer para su nombramiento a una persona para que actúe como consejero en la sociedad y los demás Accionistas de FEEF se comprometen irrevocablemente a utilizar sus votos como accionistas de FEEF en las juntas generales pertinentes para refrendar como consejero a la persona designada por ese Estado miembro. De igual modo, utilizarán sus votos como Accionistas de FEEF para destituir a una persona como consejero de FEEF si así lo solicita el Estado miembro que lo hubiera propuesto para su nombramiento.

(2) Cada Accionista de FEEF, en su momento, propondrá al consejo de administración de FEEF, para su nombramiento como consejero de FEEF, a su representante en el Grupo de Trabajo del Eurogrupo (o al suplente de dicha persona que actúe como su representante en dicho grupo). La Comisión y el BCE tendrán derecho a nombrar cada uno de ellos un observador; éstos podrán tomar parte en las juntas del consejo de administración y expresar sus observaciones, pero no tendrán derecho a voto. El consejo de administración podrá permitir que otras instituciones de la Unión Europea designen también observadores.

(3) En caso de que se produzca una vacante en el consejo de administración, cada Estado miembro de la zona del euro se asegurará de que el consejero nombrado a propuesta suya apruebe el nombramiento como sustituto del candidato propuesto por el Estado miembro de la zona del euro que no cuente con un consejero nombrado a propuesta suya.

(4) Los Estados miembros de la zona del euro reconocen y convienen en que, en caso de votación en el consejo de administración de FEEF, cada consejero cuyo nombramiento haya sido propuesto por un Estado miembro de la zona del euro tendrá un número ponderado de votos del total de votos correspondiente al número de acciones que el Estado miembro de la zona del euro que le haya designado posea en el capital social emitido de FEEF.

(5) Los Avalistas convienen en que se exigirá unanimidad para la aprobación de los siguientes asuntos que afectan a sus funciones y responsabilidades como Avalistas:

(a) las decisiones relativas a la concesión de un Acuerdo de Servicio de Préstamo a un Estado miembro de la zona del euro, incluida la aprobación de los correspondientes ME y Acuerdo de Servicio de Préstamo;

(b) las decisiones relativas al desembolso de Préstamos en virtud de un Acuerdo de Servicio de Préstamo vigente, en particular por lo que respecta al cumplimiento de los criterios de condicionalidad en relación con un desembolso sobre la base de un informe de la Comisión;

(c) toda modificación del presente Acuerdo, incluida la del periodo de disponibilidad para la concesión de Acuerdos de Servicio de Préstamo;

(d) toda modificación de los siguientes términos de un Acuerdo de Servicio de Préstamo: el total del principal, el periodo de disponibilidad, las pautas de reembolso o el tipo de interés de cualquier Préstamo pendiente de pago;

(e) los términos del Programa de FEEF, la magnitud del programa y la aprobación de cualquier Documentación de la Oferta;

(f) toda decisión por la que se permita a un Avalista dejar de emitir nuevos avales;

(g) cambios significativos en la estructura de refuerzo del crédito;

(h) la estrategia de financiación de cada Programa de FEEF y cualquier decisión por la que se permita una Estrategia de Financiación Diversificada (incluida la forma en que FEEF asignará sus costes operativos y de financiación de los Instrumentos de Financiación entre los Préstamos y Acuerdos de Servicio de Préstamo, si se adopta una Estrategia de Financiación Diversificada); y

(i) todo aumento en el importe total de los Avales que puedan ser emitidos con arreglo al presente Acuerdo.

A los efectos del presente **artículo 10.5** y de cualquier otra disposición del presente Acuerdo que requiera una decisión unánime de los Avalistas, por unanimidad se entenderá un voto a favor o en contra de todos los Avalistas que se hallen presentes y que participen (votando a favor o en contra) en la decisión correspondiente (sin que se tengan en cuenta las abstenciones y ausencias), en el bien entendido de que un Avalista que haya dejado de emitir nuevos Avales (en especial los Avalistas Salientes) no tendrá derecho de voto en una decisión sobre la celebración de un nuevo Acuerdo de Servicio de Préstamo, un nuevo Préstamo o una nueva emisión de Instrumentos de Financiación que no sean garantizados por dicho Avalista, pero que continuará teniendo derecho de voto sobre decisiones relativas a Préstamos o Instrumentos de Financiación respecto de los cuales haya emitido un Aval aún vigente. Para la validez de la votación es condición previa indispensable la presencia en la reunión un quórum de la mayoría de los Avalistas con derecho a voto que representen al menos 2/3 de los Compromisos de Aval Totales.

(6) Los Avalistas convienen en que todas las cuestiones que no requieran la decisión unánime de los Avalistas con arreglo al **artículo 10.5** o la decisión unánime de los Estados miembros de la zona del euro con arreglo al **artículo 10(7)** y, en especial, las siguientes cuestiones que afectan a sus funciones y responsabilidades como Avalistas, habrán de decidirse por mayoría de los Avalistas (excluidos, no obstante, los Avalistas Salientes) (i) cuyos Compromisos de Aval representen 2/3 de los Compromisos de Aval Totales (en caso de que no se hayan emitido Avales) o (ii), en caso de haberse emitido Avales, los 2/3 del valor nominal total de los Avales emitidos y aún pendientes, si bien al calcular el cumplimiento de este

umbral no se tomará en consideración el valor nominal de los Avales de un Avalista que sea un Avalista Saliente o que no haya cumplido con el pago de un Aval (una Mayoría de 2/3):

(a) todas las decisiones relativas a Acuerdos de Servicio de Préstamo o Préstamos que no estén sujetas específicamente a unanimidad en virtud del artículo 10(5), incluidas las decisiones sobre incumplimientos, renunciaciones, reestructuraciones y sobre la declaración de impagos en relación con Acuerdos de Servicio de Préstamo o Préstamos;

(b) las emisiones en virtud de un Programa de FEEF vigente (aprobado por unanimidad por los Avalistas);

(c) cuestiones operativas en relación con la emisión de deuda (incluidos el nombramiento de coordinadores financieros, jefes de fila, agentes de calificación, fiduciarios, etc.);

(d) aplicación detallada de una Estrategia de Financiación Diversificada;

(e) aplicación detallada de cualquier nueva medida de refuerzo de crédito aprobada de conformidad con el **artículo 10.5**.

Lo dispuesto en el **artículo 10.5** por lo que respecta a los Estados miembros de la zona del euro que hayan dejado de emitir nuevos Avales y/o sean Avalistas Salientes se aplicará a las votaciones relativas a decisiones dentro del ámbito del presente **artículo 10.6**.

(7) Las siguientes cuestiones relativas a la sociedad FEEF exigirán la decisión unánime de todos los Estados miembros de la zona del euro:

- incrementos del capital en acciones autorizado y/o emitido y desembolsado;

- incrementos del nivel de compromisos de suscribir capital en acciones;

- reducción del capital en acciones;

- dividendos;

- contratación del consejero delegado de FEEF;

- aprobación de cuentas;

- ampliación de la duración de la sociedad;

- liquidación;

- modificación de los Estatutos;

- cualquier otra cuestión que no se trate de forma específica en los Estatutos o en el presente Acuerdo.

(8) Los Avalistas o los Estados miembros de la zona del euro (según el caso) tomarán las decisiones que afecten a los primeros y a FEEF contempladas en los **artículos 10.5, 6. y 7** en reuniones dentro del marco del Eurogrupo, con la posibilidad de que deleguen la toma de decisiones en el Grupo de Trabajo del Eurogrupo. La Presidencia del Grupo de Trabajo del Eurogrupo comunicará por escrito todas sus decisiones a FEEF. Para esta toma de decisiones, la Comisión aportará información, en particular, sobre las cuestiones relativas al ME y a las condiciones del Acuerdo de Servicio de Préstamo, además de otras cuestiones estratégicas. FEEF aportará información, en particular, sobre las cuestiones relativas a la aplicación de los Acuerdos de Servicio de Préstamo, la emisión o contratación de Instrumentos Financieros y sobre sus asuntos corporativos.

(9) Cada Estado miembro de la zona del euro se compromete ante los demás Estados miembros a votar como accionista de FEEF de forma coherente con las decisiones tomadas por la mayoría exigida de Avalistas o de Estados miembros de la zona del euro (según el caso) dentro del marco de dichas reuniones del Eurogrupo y a velar por que el consejero cuyo nombramiento haya propuesto al consejo de FEEF actúe en consonancia con tales decisiones.

(10) Todas las decisiones de los Estados miembros de la zona del euro sobre la aprobación de un ME relativo a un Acuerdo de Servicio de Préstamo y a un Prestatario o sobre cualquier modificación propuesta de un ME se adoptarán por unanimidad.

(11) En la medida en que lo permita su legislación nacional, los Estados miembros de la zona del euro podrán compensar a las personas que propongan para su nombramiento como consejeros de FEEF.

(12) En caso de que los Estados miembros de la zona del euro acuerden por unanimidad aumentar el capital desembolsado emitido de FEEF, cada Estado miembro de la zona del euro suscribirá y pagará íntegramente un porcentaje de dicho incremento de capital desembolsado equivalente a su Coeficiente de Contribución en dicho incremento de capital desembolsado, en la fecha fijada por FEEF o con anterioridad a la misma.

(13) Los asuntos sujetos a la decisión de los Estados miembros de la zona del euro o de los Avalistas con arreglo al presente Acuerdo se resolverán tan pronto como sea razonablemente posible y necesario. En su momento, se podrán adoptar directrices operativas para el establecimiento de plazos para las decisiones que deban tomarse en relación con el presente Acuerdo.

#### 11. DURACIÓN Y LIQUIDACIÓN DE FEEF

(1) El presente Acuerdo permanecerá en vigor y será efectivo mientras queden importes pendientes de pago en virtud de cualesquiera Acuerdos de Servicio de Préstamo o

Instrumentos de Financiación emitidos por FEEF en virtud de un Programa de FEEF o en concepto de cualquier reembolso adeudado a los Avalistas.

(2) Los Estados miembros de la zona del euro se comprometen a liquidar FEEF, con arreglo a sus Estatutos, en la fecha más temprana posible, a partir del 30 de junio de 2013, en la que ya no queden Préstamos pendientes de pago por un Estado miembro de la zona del euro y todos los Instrumentos de Financiación emitidos por FEEF y todos los reembolsos adeudados a los Avalistas se hayan devuelto completamente.

(3) En caso de que queden obligaciones residuales de FEEF en el momento de su liquidación, los Estados miembros de la zona del euro decidirán, en una junta final de accionistas, la base sobre la que éstas podrán repartirse entre dichos Estados miembros.

(4) En caso de que exista un superávit en el momento de la liquidación de la sociedad, se repartirá entre sus accionistas de forma prorrateada en función de su participación en el capital en acciones de FEEF.

Antes de calcular si existe el mencionado superávit:

(a) el saldo de la Reserva de Caja deberá abonarse a los Avalistas con arreglo al **artículo 2.9**; y

(b) todo beneficio operativo o superávit obtenido por FEEF que resulte de su emisión de Instrumentos de Financiación garantizados por los Avalistas deberá abonarse en concepto de remuneración adicional a los mismos de conformidad con su respectivo Porcentaje Ajustado del Coeficiente de Contribución.

#### 12. DESIGNACIÓN DEL BEI, EL BCE, EXTERNALIZACIÓN Y DELEGACIÓN

(1) FEEF podrá designar al BEI (o a otros organismos, entidades, instituciones de la UE, entidades financieras u otras personas que los Estados miembros de la zona del euro aprueben unánimemente) a los siguientes efectos:

(a) la gestión de la recepción de fondos de los inversores tras la emisión de bonos o títulos al amparo de un Programa de FEEF, la gestión de la transmisión de dichos fondos a los Prestatarios en forma de Préstamos y la recepción de fondos de los Prestatarios y la aplicación de dichos fondos para satisfacer los pagos programados del principal y los intereses de los bonos y títulos de deuda y, después de haberse realizado los pagos en virtud de un Aval, la gestión de los fondos recibidos de los Prestatarios y distribución de los reembolsos a los Avalistas;

(b) la gestión conexas de la tesorería de FEEF, incluida, en particular, la Reserva de Caja y cualesquiera fondos recibidos a modo de reembolso anticipado o anticipo de Préstamos a la espera de la utilización de tales fondos para el reembolso de Instrumentos de Financiación;

(c) otras tareas conexas relativas a la gestión de caja y tesorería que en su momento se puedan delegar;

(d) la prestación de servicios jurídicos, de contabilidad, recursos humanos, gestión de instalaciones, externalización, auditoría interna y otros servicios que requieran externalización y/o apoyo logístico.

Estas designaciones podrán realizarse con arreglo a un Contrato de Definición de Servicio entre FEEF y el BEI (o el organismo o entidad pertinente).

(2) FEEF podrá contratar al BCE para que actúe como su agente de pagos. FEEF podrá designar al BCE (o a otro organismo, entidad, institución de la UE, entidad financiera u otra persona que los Avalistas aprueben unánimemente) para el mantenimiento de sus cuentas bancarias y de títulos.

(3) En caso de adopción de una Estrategia de Financiación Diversificada, y si así lo aprueban por unanimidad los Avalistas (excluidos los Avalistas Salientes), FEEF podrá delegar funciones de gestión de activos y pasivos y las demás actividades y funciones recogidas en el **artículo 4.6** en una o más agencias de gestión de deuda de un Estado miembro de la zona del euro o en otros organismos, entidades, instituciones de la UE, o entidades financieras aprobadas de forma unánime por los Avalistas.

(4) FEEF podrá delegar y/o externalizar en condiciones de mercado a cualquier organismo, entidad, institución de la UE, entidad financiera u otra persona, aquellas otras funciones que su consejo de administración considere oportuno para el desempeño eficaz de sus funciones.

### 13. DISPOSICIONES ADMINISTRATIVAS

(1) FEEF abonará los gastos de explotación y pagos directos de la sociedad con cargo a sus ingresos y recursos generales. Los costes y gastos directamente relacionados con la financiación podrán ser facturados, a su vez, a los Prestatarios pertinentes (de la forma que corresponda).

(2) En el momento de la constitución de FEEF, esta asumirá plena responsabilidad respecto de todos los costes y gastos en que se incurra en relación con su creación y constitución. Además, asumirá todas las responsabilidades y obligaciones (incluidas las obligaciones de compensación) en virtud de contratos y acuerdos celebrados en su nombre y a su favor (ya sea por parte de un accionista o de un tercero) antes de su constitución.

(3) FEEF informará trimestralmente a los Estados miembros de la zona del euro y a la Comisión de los derechos y obligaciones pendientes en virtud de los Acuerdos de Servicio de Préstamo, emisión de Instrumentos de Financiación y Avales de FEEF.

(4) FEEF informará a los Avalistas y pedirá instrucciones a la Presidencia del Grupo de Trabajo del Eurogrupo en relación

con los derechos y obligaciones no satisfechos o con cualesquiera otras cuestiones que puedan surgir con motivo del presente Acuerdo o en relación con cualquier Aval.

(5) Las Partes no cederán ni enajenarán ninguno de sus derechos u obligaciones en virtud del presente Acuerdo sin el consentimiento previo por escrito de todas las demás partes en el Acuerdo.

(6) (a) Los Estados miembros de la zona del euro acuerdan que las acciones de las que son titulares en FEEF no podrán transmitirse por ningún Accionista de FEEF durante un período de 10 (diez) años a partir de la fecha de su adquisición por el Accionista de que se trate, salvo si media el consentimiento unánime de la totalidad de los Accionistas de FEEF. Esta limitación no será aplicable: i) a la transmisión inicial del único accionista fundador (en su caso) a los demás Estados miembros de la zona del euro y ii) a las transmisiones proporcionales de cada Accionista del FEEF a todo nuevo Estado miembro de la zona del euro que adopte el euro como su moneda tras la constitución de la Sociedad.

(b) En el caso de que un Estado miembro de la zona del euro desee enajenar sus acciones en FEEF una vez expirado el plazo de bloqueo previsto en el artículo 6.4 de sus Estatutos, dicho Estado ofrecerá dichas acciones para su adquisición por otros accionistas de FEEF de forma proporcional a sus participaciones en FEEF. Las acciones que no sean adquiridas por el accionista al que se le hayan ofrecido podrán ofrecerse y ser adquiridas por cualquier otro Accionista de FEEF. Si ningún Accionista de FEEF deseara adquirir dichas acciones, FEEF podrá adquirir dichas acciones a su valor de mercado equitativo, en la medida en que disponga de fondos para ello.

(7) En el caso de que un nuevo país llegara a ser un Estado miembro de la zona del euro, las Partes en el presente Acuerdo permitirán que dicho nuevo Estado pase a ser accionista de FEEF recibiendo una transmisión de acciones de otros accionistas de manera que su participación porcentual total en acciones en FEEF corresponda a su Coeficiente de Contribución y que se cumplan las disposiciones del presente Acuerdo. Las Partes negociarán de buena fe la base sobre la que dicho nuevo Estado miembro de la zona del euro se incorporará al presente Acuerdo.

(8) En caso de que un Estado miembro de la zona del euro se incorpore a FEEF, en el momento de la formalización y entrada en vigor del presente Acuerdo transmitirá sin demora acciones a los demás Estados miembros de la zona del euro, de manera que sus respectivas participaciones porcentuales en acciones en FEEF se correspondan con sus respectivos Coeficientes de Contribución.

(9) Por las expresiones:

- Día laborable se entenderá un día en el que *Target 2* esté abierto para la liquidación de pagos en euros.

- *Target 2* se hace referencia al Sistema Transeuropeo de Pagos Brutos en Tiempo Real, que utiliza una única plataforma compartida y que se lanzó el 19 de noviembre de 2007.

#### 14. COMUNICACIONES

Todas las notificaciones relativas al presente Acuerdo se considerarán válidas si se realizan por escrito y se envían a las direcciones y datos de contacto que se establezcan en las directrices operativas que las Partes habrán de adoptar a los efectos del presente Acuerdo.

#### 15. OTRAS DISPOSICIONES

(1) En caso de que una o más de las disposiciones contenidas en el presente Acuerdo sean o llegaran a ser total o parcialmente nulas, ilegales o inexigibles, en cualquier aspecto y con arreglo a cualquier ley aplicable, ello no afectará ni menoscabará la validez, legalidad y exigibilidad de las restantes disposiciones contenidas en el presente Acuerdo. Las disposiciones que sean total o parcialmente nulas, ilegales o inexigibles se interpretarán y aplicarán en consecuencia de conformidad con el espíritu y la finalidad del presente Acuerdo.

(2) El Preámbulo al presente Acuerdo forma parte integrante del mismo.

(3) Cada una de las Partes renuncia, de forma irrevocable e incondicional, a toda inmunidad procesal a la que tenga o pueda tener derecho respecto de su persona o de sus bienes o ingresos en relación con el presente Acuerdo, incluidas, a título enunciativo, la inmunidad frente a demandas, sentencias u otras resoluciones, frente al embargo, retención u otra medida cautelar anterior a la sentencia, y frente a la ejecución de sus bienes, en la medida en que no esté prohibido por el derecho imperativo.

(4) Ninguna persona que no sea parte en el presente Acuerdo tendrá derecho a exigir el cumplimiento o a acogerse a cualquier disposición del mismo en virtud de la Ley de Contratos de 1999 (Derechos de Terceros).

(5) El presente Acuerdo podrá ser modificado por escrito por las Partes,

#### 16. LEGISLACIÓN APLICABLE Y JURISDICCIÓN

(1) El presente Acuerdo y cualesquiera obligaciones no contractuales que se refieran o deriven del mismo se regirán e interpretarán de conformidad con el Derecho inglés.

(2) Cualquier controversia derivada del presente Acuerdo o que surja en el contexto del mismo se resolverá de manera amistosa. A falta de resolución amistosa, los Estados miembros de la zona del euro convienen en que, si se trata de una controversia únicamente entre ellos, se someterá a la jurisdicción exclusiva del Tribunal de Justicia de la Unión Europea.

En la medida en que la controversia surja entre uno o más Estados miembros de la zona del euro y FEEF, las Partes acuerdan someter la misma a la jurisdicción exclusiva de los Tribunales del Gran Ducado de Luxemburgo.

#### 17. FORMALIZACIÓN DEL ACUERDO

El presente Acuerdo podrá formalizarse en diversos ejemplares firmados por una o más Partes. Cada ejemplar constituirá parte integrante del acuerdo original, y las firmas plasmadas en ellos surtirán el mismo efecto que si figurasen en un único ejemplar del Acuerdo.

Se autoriza a FEEF a facilitar sin dilación, tras la firma del presente Acuerdo, copias certificadas del mismo a cada una de las Partes.

#### 18. ANEXOS

Los Anexos al presente acuerdo formarán parte integrante del mismo:

1. Lista de los Avalistas con sus respectivos Compromisos de Aval;
2. Coeficiente de Contribución; y
3. Modelo de Confirmación de Compromiso

#### ANEXO 1

#### LISTA DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO AVALISTAS, CON SUS RESPECTIVOS COMPROMISOS DE AVAL

País	Compromisos de Aval EUR (millones)
Reino de Bélgica .....	15.292,18
República Federal de Alemania ...	119.390,07
Irlanda .....	7.002,40
Reino de España .....	52.352,51
República Francesa .....	89.657,45
República Italiana .....	78.784,72
República de Chipre .....	863,09
Gran Ducado de Luxemburgo .....	1.101,39
República de Malta .....	398,44
Reino de los Países Bajos .....	25.143,58
República de Austria .....	12.241,43
República Portuguesa .....	11.035,38
República de Eslovenia .....	2.072,92
República Eslovaca .....	4.371,54
República de Finlandia .....	7.905,20
República Helénica .....	12.387,70
<b>Total Compromisos de Aval .....</b>	<b>440.000,00</b>

## ANEXO 2

## COEFICIENTE DE CONTRIBUCIÓN

Estado miembro	Coefficiente % de suscripción de capital del BCE	Coefficiente de contribución
Reino de Bélgica .....	2,4256	3,475494866853410%
República Federal de Alemania .....	18,9373	27,134106588911300%
Irlanda .....	1,1107	1,591454546757130%
Reino de España .....	8,3040	11,898297070560200%
República Francesa .....	14,2212	20,376693436879900%
República Italiana .....	12,4966	17,905618879089900%
República de Chipre .....	0,1369	0,196155692312101%
Gran Ducado de Luxemburgo .....	0,1747	0,250317015682425%
República de Malta .....	0,0632	0,090555440132394%
Reino de los Países Bajos .....	3,9882	5,714449467342010%
República de Austria .....	1,9417	2,782143957358700%
República Portuguesa .....	1,7504	2,508041810249100%
República de Eslovenia .....	0,3288	0,471117542967267%
República Eslovaca .....	0,6934	0,993530730819656%
República de Finlandia .....	1,2539	1,796637126297610%
República Helénica .....	1,9649	2,815385827787050%
Total.....	67,8266	100,00000000000000%

## ANEXO 3

## MODELO DE CONFIRMACIÓN DE COMPROMISO

[Membrete de las Autoridades del Estado miembro de la zona del euro]

Por fax seguido de correo certificado:

Facilidad Europea de Estabilización Financiera.

[•]

Fax: [•]

Copia a:

[•]

[•]

Fax: [•]

Asunto: Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF) - Confirmación de Compromiso

Muy señores míos:

Hacemos referencia al Acuerdo Marco de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera entre el Reino de Bélgica, la República Federal de Alemania, Irlanda, el Reino de España, la República Francesa, la República Italiana, la República de Chipre, el Gran Ducado de Luxemburgo, la República de Malta, el Reino de los Países Bajos, la República de Austria, la

República Portuguesa, la República de Eslovenia, la República Eslovaca, la República de Finlandia, la República Helénica y FEEF (las Partes), firmado el [•] de 2010.

Por la presente, les notificamos que estamos debidamente autorizados por nuestra legislación nacional para permitirnos quedar obligados por el Acuerdo antes mencionado con efectos de fecha.

Atentamente,

Nombre del Estado miembro de la zona del euro

[•] [•]

Partes	Fecha de firma
Reino de Bélgica .....	05-07-2010
República Federal de Alemania ...	16-06-2010
Irlanda .....	10-06-2010
Reino de España .....	10-06-2010
República Francesa .....	25-06-2010
República Italiana .....	16-06-2010
República de Chipre .....	16-06-2010
Gran Ducado de Luxemburgo .....	11-06-2010
República de Malta .....	05-07-2010
Reino de los Países Bajos .....	10-06-2010
República de Austria .....	09-06-2010
República Portuguesa .....	15-06-2010
República de Eslovenia .....	11-06-2010
República Eslovaca .....	15-07-2010
República de Finlandia .....	10-06-2010,
República Helénica .....	16-06-2010
Facilidad Europea de Estabilización Financiera .....	11-06-2010

El presente Acuerdo Marco de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera entró en vigor con carácter general y para España el 4 de agosto de 2010, de acuerdo con lo establecido en su apartado 1.

Madrid, 5 de julio de 2011.

# Enmienda al Acuerdo Marco de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera

entre

EL REINO DE BÉLGICA  
LA REPÚBLICA FEDERAL DE ALEMANIA  
LA REPÚBLICA DE ESTONIA  
IRLANDA  
LA REPÚBLICA HELÉNICA  
EL REINO DE ESPAÑA  
LA REPÚBLICA FRANCESA  
LA REPÚBLICA ITALIANA  
LA REPÚBLICA DE CHIPRE  
EL GRAN DUCADO DE LUXEMBURGO  
LA REPÚBLICA DE MALTA  
EL REINO DE LOS PAÍSES BAJOS  
LA REPÚBLICA DE AUSTRIA  
LA REPÚBLICA PORTUGUESA  
LA REPÚBLICA DE ESLOVENIA  
LA REPÚBLICA ESLOVACA  
LA REPÚBLICA DE FINLANDIA

y

LA FACILIDAD EUROPEA DE ESTABILIZACIÓN FINANCIERA

**(BOE núm. 216, de 8 de septiembre de 2011)**

La Presente Enmienda (la Enmienda) al Acuerdo Marco de FEEF se celebra entre:

(A) el Reino de Bélgica, la República Federal de Alemania, la República de Estonia, Irlanda, la República Helénica, el Reino de España, la República Francesa, la República Italiana, la República de Chipre, el Gran Ducado de Luxemburgo, la República de Malta, el Reino de los Países Bajos, la República de Austria, la República Portuguesa, la República de Eslovenia, la República Eslovaca, la República de Finlandia (los Estados miembros de la zona del euro o Accionistas de FEEF); y

(B) la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF), una *société anonyme* constituida en Luxemburgo, con domicilio social en 43, avenue John F. Kennedy, L-1855 Luxemburgo (R.C.S. Luxemburgo B153.414) (los Estados miembros de la zona del euro y FEEF se denominarán, en adelante, las Partes).

## Preámbulo

Considerando cuanto sigue:

(1) Los Estados miembros de la zona del euro y FEEF han suscrito un acuerdo marco con el fin de establecer las condiciones en las que FEEF podrá realizar Préstamos a los primeros, financiar dichos Préstamos mediante la emisión o suscripción de Instrumentos de Financiación respaldados por Avaluos emitidos por los Avalistas, las condiciones en las que dichos Avalistas emitirán Avaluos respecto de los Instrumentos de Financiación emitidos o contratados por FEEF, los acuerdos que se celebren entre ellos en caso de que se exija a un Avalista, en virtud de un Aval, el pago de una suma superior a la parte proporcional que le corresponda en las obligaciones relativas al Instrumento de Financiación, así como otras cuestiones relativas a FEEF (en lo sucesivo denominado el Acuerdo Marco).

(2) Los Estados miembros de la zona del euro, mediante decisión unánime adoptada el 11 de marzo de 2011, han decidido que FEEF podrá proporcionar apoyo de estabilidad a dichos Estados, disponiendo lo necesario para la compra de bonos de esos Estados miembros de la zona del euro en los mercados primarios, como asistencia financiera.

(3) De conformidad con el artículo 13(8) del Acuerdo Marco, la República de Estonia pasará a ser parte en dicho Acuerdo a partir de la Fecha de Entrada en Vigor de las Enmiendas (según se establece en el artículo 3(1) de la presente Enmienda), mediante su adhesión al Acuerdo Marco y la adopción de la presente Enmienda.

(4) En una declaración de fecha 21 de julio de 2011, los Jefes de Estado y de Gobierno de la zona del euro y las instituciones de la UE expresaron su intención de mejorar la eficacia de FEEF y poner coto al efecto de contagio y acordaron incrementar la flexibilidad de FEEF vinculada a una condicionalidad idónea. Como consecuencia de ello, mientras que, en un primer momento, la asistencia financiera sólo se facilitaba mediante acuerdos de servicio de préstamo, ahora puede canalizarse a través de acuerdos de servicio de asistencia financiera (Acuerdos de Servicio de Asistencia Financiera, cada uno de ellos un Acuerdo de Servicio de Asistencia Financiera) para facilitar este tipo de ayuda mediante desembolso de préstamos, mecanismos cautelares, mecanismos para financiar la recapitalización de entidades financieras de un Estado miembro de la zona del euro (mediante préstamos a los gobiernos de dichos Estados miembros, incluidos países no programados), mecanismos para la compra de bonos en el mercado secundario, sobre la base de un análisis del BCE que reconozca la existencia de circunstancias excepcionales en los mercados financieros y riesgos para la estabilidad financiera, o mecanismos para la compra de bonos en el mercado primario (cada supuesto de utilización de un Acuerdo de Servicio de Asistencia Financiera denominado una Asistencia Financiera), financiándose la Asistencia que vaya a realizarse conforme a cualquier Acuerdo de esta naturaleza con el beneficio de avales por importe de hasta 779.783,14 millones de euros a los que podrá recurrirse dentro de un plazo limitado. Se tiene previsto que ello otorgue a FEEF una capacidad efectiva de asistencia financiera de 440.000 millones de euros.

(5) Los Estados miembros de la zona del euro y FEEF han acordado que el Acuerdo Marco se modificará según lo dispuesto en la presente Enmienda y que dichas modificaciones entrarán en vigor prospectivamente en la Fecha de Entrada en Vigor de las Enmiendas (según se establece en el artículo 3(1) de la presente Enmienda).

En atención a las consideraciones precedentes, las Partes acuerdan cuanto sigue:

#### 1. ENMIENDAS AL ACUERDO MARCO.

Con efecto a partir de la Fecha de Entrada en Vigor de las Enmiendas (definida más adelante), el Acuerdo Marco quedará modificado como sigue:

(1) La República de Estonia se incluirá en la lista de Estados miembros de la zona del euro recogida en la portada y en

el apartado (A) de la lista de partes en el Acuerdo Marco y se trasladará a la República Helénica en la relación de partes y en la página de firmas, para quedar en la lista detrás de Irlanda.

(2) En el apartado (B) de la lista de partes, la dirección registrada de FEEF se reemplazará por 43, avenue John F. Kennedy, L-1855 Luxemburgo.

(3) El apartado (1) del preámbulo del Acuerdo Marco quedará redactado como sigue:

(a) se añadirán las palabras zona del euro después de escapan al control;

(b) se añadirán al final de la primera frase las palabras con objeto de salvaguardar la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto y de sus Estados miembros;

(c) las palabras el 8 de mayo de 2010 o en las condiciones que puedan acordarse se añadirán después de la República Helénica.

(4) Se eliminará el apartado (2) del preámbulo del Acuerdo Marco y se reemplazará por los siguientes apartados (2) y (2)(a):

FEEF se ha constituido el 7 de junio de 2010 a fin de prestar apoyo a la estabilidad de los Estados miembros de la zona del euro. En una declaración de fecha 21 de julio de 2011, los Jefes de Estado y de Gobierno de la zona del euro y las instituciones de la UE expresaron su intención de mejorar la eficacia de FEEF y poner coto al efecto de contagio y acordaron incrementar la flexibilidad de FEEF vinculada a una condicionalidad idónea. Como consecuencia de ello, mientras que, en un primer momento, la asistencia financiera sólo se facilitaba mediante acuerdos de servicio de préstamo, ahora puede canalizarse a través de acuerdos de servicio de asistencia financiera (“Acuerdos de Servicio de Asistencia Financiera”, cada uno de ellos un “Acuerdo de Servicio de Asistencia Financiera”) para facilitar este tipo de ayuda mediante desembolso de préstamos, mecanismos cautelares, mecanismos para financiar la recapitalización de entidades financieras de un Estado miembro de la zona del euro (mediante préstamos a los Gobiernos de dichos Estados miembros, incluidos países no programados), mecanismos para la compra de bonos en el mercado secundario, sobre la base de un análisis del BCE que reconozca la existencia de circunstancias excepcionales en los mercados financieros y riesgos para la estabilidad financiera, o mecanismos para la compra de bonos en el mercado primario (cada supuesto de utilización de un Acuerdo de Servicio de Asistencia Financiera denominado una “Asistencia Financiera”), financiándose la Asistencia que vaya a realizarse conforme a cualquier Acuerdo de esta naturaleza con el beneficio de avales por importe de hasta 779.783,14 millones de euros a los que podrá recurrirse dentro de un plazo limitado. Se tiene previsto que ello otorgue a FEEF una capacidad efectiva de asistencia financiera de 440.000 millones de euros. La disponibilidad de dichos Acuerdos de Servicio de Asistencia Financiera se supeditará a que los Estados miembros de la zona del euro que los soliciten celebren los pertinentes memorandos de entendimiento (cada uno, un “ME”) con la Comisión Europea, actuando en

nombre de los Estados miembros de la zona del euro, que incluyan condiciones tales como disciplina presupuestaria y directrices de política económica, y a su cumplimiento de los términos del ME de que se trate. Respecto de cada Acuerdo de Servicio de Asistencia Financiera, el correspondiente Estado miembro de la zona del euro que sea beneficiario del mismo se denominará “el Estado miembro Beneficiario”. Si la asistencia financiera se presta en forma de mecanismos para la compra de bonos en los mercados primario o secundario, la naturaleza y condiciones de dichos mecanismos, incluidos los tipos de interés, condicionalidad, condiciones de uso y documentación de los mismos, se ajustará a las directrices adoptadas por el consejo de administración de FEEF actuando por unanimidad conforme al artículo 2(1)(b). Del mismo modo, si la asistencia financiera se presta en forma de mecanismos cautelares y mecanismos para financiar la recapitalización de entidades financieras de un Estado miembro de la zona del euro, el consejo de administración de FEEF adoptará por unanimidad directrices conforme al artículo 2(1)(c) en relación con dichos instrumentos. Las condiciones del ME de que se trate impondrán la condicionalidad idónea para toda la duración del Acuerdo de Servicio de Asistencia Financiera, y no sólo para el período respecto al cual se facilite la Asistencia Financiera. Las condiciones de la prestación de Asistencia Financiera por parte de FEEF, así como las normas aplicables a la supervisión del cumplimiento, deberán atenerse plenamente al Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea y a los actos de Derecho de la UE.

(2)(a) El 20 de junio de 2011, los Ministros de Economía de la zona del euro acordaron que las normas de fijación de tipos de interés para los acuerdos de servicio de préstamo de FEEF serían las siguientes:

“(a) El Coste de Financiación FEEF, más

(b) el Margen.

El Margen será equivalente a 200 puntos básicos, incrementándose a 300 puntos básicos con respecto a cualquier Préstamo que permanezca pendiente de reembolso a los tres años a partir de la fecha de su desembolso.

En cuanto a los Préstamos a tipo de interés fijo con un vencimiento que supere los tres (3) años, el Margen será equivalente a la media ponderada de 200 puntos básicos para los primeros tres (3) años y 300 puntos básicos para el período que comience en el tercer aniversario (incluido) de su fecha de disposición y que termine en la fecha prevista de vencimiento (excluida ésta) de dicho préstamo.”

Posteriormente, el 21 de julio de 2011, los Jefes de Estado y de Gobierno de la zona del euro, declararon:

“Hemos decidido prolongar el plazo de vencimiento de los futuros préstamos de FEEF a Grecia hasta la máxima extensión posible, de los actuales 7,5 años hasta un mínimo de 15 años y hasta un máximo de 30 años, con un periodo de carencia de 10 años. En este contexto, garantizaremos la oportuna supervisión tras el programa. Facilitaremos préstamos FEEF a tipos de interés equivalentes a los del mecanismo de Balanza

de Pagos (en la actualidad, aproximadamente 3,5%), próximos, sin ser inferiores, a los costes de financiación de FEEF. También decidimos extender sustancialmente los vencimientos del programa vigente para Grecia. Ello irá acompañado de un mecanismo que garantice los incentivos adecuados para la aplicación del programa.”

Asimismo declararon:

“Los tipos de interés y los vencimientos de FEEF acordados para Grecia serán también de aplicación a Portugal e Irlanda.”

(5) El apartado (3) del preámbulo del Acuerdo Marco se modificará añadiendo las palabras de la Unión Europea después de los 27 Estados miembros.

(6) El apartado (4) del preámbulo del Acuerdo Marco se modificará como sigue:

(a) las palabras dichos préstamos de la primera línea se reemplazarán por la expresión dicha Asistencia Financiera; y

(b) las palabras No se prevé que un Estado miembro del zona del euro que haya solicitado Asistencia Financiera en calidad de medida cautelar haga una solicitud al amparo del artículo 2(7) del presente Acuerdo, hasta que la citada asistencia no haya sido utilizada, un mecanismo para financiar la recapitalización de las entidades financieras de dicho Estado miembro mediante un préstamo hecho al mismo o un mecanismo para la adquisición de bonos del repetido Estado en el mercado secundario se añadirán al final del apartado.

(7) El apartado (6) del preámbulo del Acuerdo Marco se modificará como sigue:

(a) las palabras celebrar Acuerdos de Servicio de Asistencia Financiera se añadirán después de las palabras las condiciones en que FEEF podrá;

(b) en la línea tres, la palabra Préstamos será reemplazada por las palabras Asistencia financiera disponible;

(c) el término Préstamo se suprimirá y sustituirá por Asistencia Financiera.

(8) El título del artículo 2 debe eliminarse y reemplazarse por las palabras Acuerdos de Servicio de Asistencia Financiera, concesión de Asistencia Financiera, instrumentos de financiación y emisión de avales.

(9) El artículo 2(1) quedará modificado como sigue:

(a) añadiendo (a) después de 2(1);

(b) en la letra (a), las palabras préstamo de apoyo a la estabilidad que vienen después de las palabras hecho por un Estado miembro del zona del euro a los otros Estados miembros de la zona del euro para un y antes de las palabras(i) la Comisión serán eliminadas y reemplazadas por Acuerdo de Servicio de Asistencia Financiera;

(c) en la letra (a), la referencia al artículo 136 debe sustituirse por la referencia al artículo 136(1);

(d) en la letra (a), cada vez que aparezcan las palabras Acuerdo de Servicio de Préstamo o Acuerdos de Servicio de Préstamo deben reemplazarse por las palabras Acuerdo de Servicio de Asistencia Financiera o Acuerdos de Servicio de Asistencia Financiera y cada vez que parezca la palabra Prestatario debe sustituirse por la expresión Estado miembro Beneficiario.

(e) en la letra (a), las palabras (en cada caso con arreglo a la particular forma de asistencia financiera facilitada al pertinente Estado miembro de la zona del euro) deben añadirse después de las palabras lo serán sustancialmente en el formulario modelo de Acuerdos de Servicio de Asistencia Financiera y la palabra un delante de la palabra modelo debe eliminarse y antes de las palabras que serán aprobadas por los Estados miembros de la zona del euro a efectos del presente Acuerdo y de los parámetros financieros del mismo;

(f) en la letra (a), aparecerá la siguiente frase: Los términos del artículo 3(2) establecen la base sobre la que se adoptarán las decisiones respecto a los Préstamos que deberán concederse con arreglo a la Asistencia Financiera vigente;

(g) en la letra (a), las palabras con sujeción a cualquier otro procedimiento que pueda aprobarse de conformidad con las directrices aprobadas por el consejo de administración de FEEF con arreglo a los artículos 2(1)(b) y 2(1)(c)2 deberán añadirse después de las palabras Los términos del artículo 3(2) establecen la base sobre la que se adoptarán las decisiones respecto a los Préstamos que deberán concederse con arreglo a la Asistencia Financiera vigente y antes del punto y aparte;

(h) añadiendo la siguiente letra (b): (b) La Asistencia Financiera a un Estado miembro de la zona del euro podrá consistir en mecanismos para la compra de bonos en el mercado secundario para evitar el contagio, sobre la base de un análisis del BCE que reconozca la existencia de circunstancias excepcionales en los mercados financieros y riesgos para la estabilidad financiera o mecanismos para la compra de bonos en el mercado primario. La naturaleza y condiciones de dichos mecanismos, incluidos los tipos de interés, condicionalidad, condiciones para el desembolso o el uso, administración, documentación y supervisión del cumplimiento de la condicionalidad de los mismos, se ajustará a las directrices adoptadas por el consejo de administración de FEEF actuando por unanimidad. Los bonos adquiridos por FEEF en los mercados primarios o secundarios pueden bien ser conservados hasta su vencimiento o vendidos con arreglo a las directrices aplicables;

(i) añadiendo la siguiente letra (c): Para mejorar la eficacia de FEEF y evitar el contagio, los Acuerdos de Servicio de Asistencia Financiera a un Estado miembro de la zona del euro podrán consistir en mecanismos cautelares o mecanismos para financiar la recapitalización de entidades financieras de un Estado miembro de la zona del euro mediante un préstamo al Gobierno de dicho Estado miembro (sea o no un país del programa). Si un Acuerdo de Servicio de Asistencia

Financiera comprende dicha Asistencia Financiera, la naturaleza y condiciones de dichos mecanismos, incluidos los tipos de interés, condicionalidad, condiciones para el desembolso o el uso, administración, documentación y supervisión del cumplimiento de la condicionalidad de los mismos, se ajustará a las directrices adoptadas por el consejo de administración de FEEF actuando por unanimidad.

(10) El artículo 2(2) quedará modificado como sigue:

(a) las palabras Acuerdo de Servicio de Préstamo, que aparecen después de las palabras Respecto a cada y antes de las palabras y los Préstamos que se otorguen en virtud del mismo, los Estados miembros de la zona del euro acuerdan que FEEF, se eliminarán y se sustituirán por Acuerdo de Servicio de Asistencia Financiera;

(b) se eliminarán las palabras Préstamos a los Prestatarios y se sustituirán por Asistencia Financiera a los Estados miembros Beneficiarios;

(c) la palabra Préstamos que aparece en la expresión sustancialmente el mismo perfil financiero que los Préstamos correspondientes y después de la frase los importes que recupere respecto de y la palabra Préstamo que aparece después de la frase El tipo de interés que se aplicará a cada se reemplazarán en todos los casos por la expresión Asistencia Financiera;

(d) la tercera frase debe eliminarse y reemplazarse por la siguiente:

El tipo de interés que se aplicará a cada Préstamo tendrá por objeto cubrir el coste de financiación y de las operaciones contraído por FEEF e incluirá un margen (el "Margen").

(e) las siguientes frases se incluirán como frases tercera y cuarta, antes de las palabras La Comisión por Servicio:

Con ello se ofrecerá una remuneración a los Avalistas y se concretará en el pertinente Acuerdo de Servicio de Asistencia Financiera. FEEF revisará periódicamente la estructura de los tipos de interés aplicables a sus Acuerdos de Servicio de Asistencia Financiera y todo cambio de los mismos deberá acordarse por unanimidad de los Avalistas, con arreglo al artículo 10(5).

(f) en la última frase, después de la expresión La Comisión por Servicio se añadirán las palabras se deducirá respecto a la Asistencia Financiera desembolsada antes de la Fecha de Entrada en Vigor de las Enmiendas;

(g) en la última frase, la palabra Prestatario se sustituirá por Estado miembro Prestatario.

(11) En el artículo 2(3):

(a) después de las palabras el porcentaje que figura junto al nombre de cada uno de los Avalistas en la tercera columna (el "Coeficiente de Contribución") del Anexo 2, se añade una nota al pie con la siguiente redacción: Respecto a los instru-

mentos de financiación emitidos o contratados antes de la Fecha de Entrada en Vigor de las Enmiendas, el Coeficiente de Contribución y el Porcentaje Ajustado del Coeficiente de Contribución deberán ser establecidos con arreglo al presente Acuerdo (incluido el Anexo 2) antes de las enmiendas;

(b) en el inciso (b), 120% se sustituirá por hasta 165% (el “Porcentaje de Sobreaval”) respecto de los Instrumentos de Financiación emitidos o contratados antes de la Fecha de Entrada en Vigor de las Enmiendas;

(c) en el inciso (b) se añadirá la siguiente nota a pie de página después de (b): El porcentaje de 120% seguirá aplicándose a los Instrumentos de Financiación emitidos o contratados antes de la Fecha de Entrada en Vigor de las Enmiendas;

(d) después de la frase No se exigirá a ningún Avalista que otorgue Avaluos por los que tuviese que, se suprimirá la frase hacer frente a un Riesgo de Aval superior al total de su compromiso de aval (su “Compromiso de Aval”) indicado junto a su nombre en el Anexo 1 y se sustituirá por hacer frente a un Riesgo Teórico de Aval superior a su compromiso de aval (“Compromiso de Aval”) indicado junto a su nombre en el Anexo 1. A los efectos del presente Acuerdo, por “Compromiso Teórico de Aval” de un Avalista se entenderá la suma de: (i) el principal de los Instrumentos de Financiación emitidos o contratados [incluidos los emitidos o contratados en aplicación de una Estrategia de Financiación Diversificada aprobada en virtud del artículo 4(5), y otros principales garantizados por Avaluos emitidos para otros fines con arreglo al artículo 2(3)] que estén respaldados por Avaluos emitidos al amparo del presente Acuerdo y que sigan estando pendientes; y (ii) sin incurrir en doble contabilidad, los importes totales pagados por los Avalistas en virtud de requerimientos realizados en virtud de Avaluos emitidos de conformidad con el presente Acuerdo, cuando dichos importes no hayan sido reembolsados aún a los Avalistas.;

(e) en el último párrafo, la expresión Riesgo de Aval de un Avalista se sustituirá por la de Riesgo Teórico de Aval de un Avalista; y

(f) a continuación del último apartado se añadirá un nuevo párrafo, con la siguiente redacción: Se reconoce y acuerda que las enmiendas al presente Artículo 2(3) se aplicarán a los Instrumentos de Financiación emitidos o contratados con posterioridad a la Fecha de Entrada en Vigor de las Enmiendas o en esta misma fecha. Estas enmiendas no afectarán ni reducirán en modo alguno las obligaciones de los Avalistas (incluidos los Avalistas que se hubieran convertido en Avalistas Salientes) dimanantes de los Avaluos que garanticen Instrumentos de Financiación emitidos o contratados con anterioridad a la Fecha de Entrada en Vigor de las Enmiendas, con respecto a los cuales el Coeficiente de Contribución y el Porcentaje Ajustado del Coeficiente de Contribución y el Compromiso de Aval de cada Avalista se aplicará en la fecha de emisión o contratación del Instrumento de Financiación en cuestión.

(12) En el artículo 2(5)(a), las expresiones Préstamo y Préstamos se sustituirán por la expresión Asistencia Financiera.

(13) En el artículo 2(5)(b), cada vez que aparezca la expresión Acuerdo de Servicio de Préstamo se sustituirá por la expresión siguiente Acuerdo de Servicio de Asistencia Financiera.

(14) En el artículo 2(5)(d), después de la frase la obligación del Avalista conforme a dicho Aval se añadirán las siguientes palabras de origen a un Riesgo Teórico de Aval y se eliminarán las palabras sea por un importe máximo.

(15) El Artículo 2(7) se enmendará como sigue:

(a) las palabras apoyo a su estabilidad que aparecen en la frase Si un Estado miembro de la zona del euro atraviesa por dificultades financieras de tal manera que deba efectuar una solicitud de préstamo de apoyo a su estabilidad a FEEF se eliminarán y se reemplazarán con lo siguiente: conforme a un Acuerdo de Servicio de Asistencia Financiera;

(b) se añadirán las palabras o asuma nuevas obligaciones como Avalista tras la frase que acepten que dicho Avalista no participe en la emisión de un Aval; y

(c) las palabras Acuerdos de Servicio de Préstamo u otros Préstamos que aparecen después de las palabras La decisión de los Estados miembros de la zona del euro referente a tal solicitud deberá adoptarse a más tardar en el momento en que decidan la celebración de ulteriores deben eliminarse y sustituirse por lo siguiente: Acuerdos de Servicio de Asistencia Financiera o poner a disposición ulterior Asistencia Financiera.

(16) El Artículo 2(8) quedará enmendado como sigue:

(a) añadiendo las palabras Con respecto a los Préstamos desembolsados con anterioridad a la Fecha de Entrada en Vigor de las Enmiendas, antes de las palabras Se cobrará por adelantado a cada Prestatario una comisión por servicio (la “Comisión por Servicio”);

(b) cada aparición de la palabra Prestatario deberá sustituirse por Estado miembro Prestatario y cada aparición de Préstamo por la expresión Asistencia Financiera;

(c) añadiendo la expresión (Margen pagado por adelantado) después de las palabras del Margen previsto que se devengaría sobre cada Préstamo hasta su fecha programada de vencimiento y antes de las palabras se deducirá del importe en efectivo que vaya a remitirse al Prestatario;

(d) sustituyendo la expresión el valor actual neto del Margen previsto por la de Margen pagado por adelantado; y

(e) añadiendo la frase los importes abonados a la Reserva de Caja de conformidad con el Artículo 2(9) después de la frase La “Reserva de Caja” comprenderá estos importes retenidos.

(17) Después del artículo 2(8) se añadirá un nuevo artículo 2(9) (el Nuevo Artículo 2(9)), y el antiguo artículo 2(9) se convertirá en el nuevo artículo 2(10) (el Nuevo Artículo 2(10)). El nuevo artículo 2(9) tendrá la siguiente redacción:

Con respecto a la Asistencia Financiera desembolsada después de la Fecha de Entrada en Vigor de las Enmiendas, si en la fecha de desembolso de dicha Asistencia Financiera los Pagarés emitidos para financiar dicho Préstamo obtienen las calificaciones crediticias más altas (sin ningún refuerzo de crédito adicional), entonces, a menos que se convenga otra cosa:

(a) de conformidad con el Artículo 2(9)(c) el Margen se pagará sobre dicha Asistencia Financiera al final de cada plazo de interés;

(b) una cantidad cifrada en 50 puntos básicos sobre el importe total del principal de cada Asistencia Financiera le será detrída al Prestatario en concepto de pago anticipado de una porción del Margen sobre dicha Asistencia Financiera (el "Margen Anticipado") y se deducirá del efectivo que vaya a remitirse al Estado miembro Beneficiario en virtud de la Asistencia Financiera correspondiente;

(c) en la primera (y/o posterior o posteriores) fecha (o fechas) de pago de intereses de una Asistencia Financiera, de la cantidad pagadera en concepto de Margen se deducirá una suma igual al Margen Anticipado y al coste de interés de la financiación del Margen Anticipado; y

(d) la única deducción que se practicará sobre el efectivo de la Asistencia Financiera será la suma del Margen Anticipado y de cualesquiera honorarios y gastos incurridos en relación con la emisión de los Instrumentos de Financiación para financiar dicha Asistencia Financiera y cualesquiera ajustes realizados para que los Instrumentos de Financiación se emitan por un precio de emisión menor que el de su valor nominal ("Costes de Emisión") y el Importe Neto Desembolsado equivaldrá al principal de la Asistencia Financiera menos (i) el importe del Margen Anticipado y (ii) los Costes de Emisión.

La deducción de un importe igual a los Costes de Emisión y el importe del Margen Anticipado no reducirá el principal de ninguna Asistencia Financiera que el Prestatario esté obligado a reembolsar y sobre el que se devenguen intereses.

Los importes de Margen Anticipado y de Margen retenidos o percibidos en relación con cualquier Préstamo se abonarán a la Reserva de Caja.

Si, en la fecha de desembolso de un Préstamo, los Pagarés emitidos para financiar dicho Préstamo no obtuviesen las más altas calificaciones crediticias (sin ningún refuerzo de crédito adicional), los Estados miembros de la zona del euro podrán aprobar mecanismos de refuerzo de crédito adicionales de conformidad con el Artículo 5(3) del presente Acuerdo e introducir las correspondientes modificaciones en el Acuerdo de Servicio de Asistencia Financiera en cuestión.

(18) El nuevo Artículo 2(10) se modificará como sigue:

(a) cada vez que aparezca el término Acuerdo de Servicio de Préstamo se sustituirá por Acuerdo de Servicio de Asistencia Financiera, y el término Préstamo se sustituirá por Asistencia Financiera;

(b) se añadirá la frase a menos que se convenga otra cosa antes de la frase su importe se abonará a los Avalistas como contraprestación por la emisión de sus Avaless; y

(c) se añadirán las palabras y los importes anotados en la Reserva de Caja conforme al artículo 2(9) después de Margen previsto retenidos en relación con cada Acuerdo de Servicio de Crédito.

(19) En el artículo 2(11), cada vez que aparezca el término Acuerdo de Servicio de Préstamo se sustituirá por Acuerdo de Servicio de Asistencia Financiera; el término Préstamo se sustituirá por Asistencia Financiera y el término Prestatario por Estado miembro Beneficiario.

(20) En el artículo 2(12), el término Acuerdo de Servicio de Préstamo que aparece después de (i) los Avaless, y antes de (iii) la documentación relativa a los Instrumentos de Financiación, se eliminará y sustituirá por los Acuerdos de Servicio de Asistencia Financiera (adaptados según las directrices adoptadas por el consejo de administración de FEEF conforme a los artículos 2(1)(b) o 2(1)(c);

(21) El término Préstamo se eliminará del título del artículo 3.

(22) El artículo 3(1) se modificará como sigue:

(a) El término Acuerdo de Servicio de Préstamo que aparece después de las palabras Antes de cada desembolso de un Préstamo en virtud de y antes de la Comisión, en coordinación con el BCE se eliminará y sustituirá por lo siguiente: Acuerdo de Servicio de Asistencia Financiera, a menos que se convenga otra cosa o a menos que se especifique lo contrario en las directrices adoptadas por el consejo de administración de MEEF conforme a los artículos 2(1)(b) o 2(1)(c) aplicables a la categoría de Acuerdo de Servicio de Asistencia Financiera de que se trate;

(b) en la tercera frase, el término Acuerdo de Servicio de Préstamo que aparece después de El primer Préstamo que se facilitará al Prestatario en virtud de se sustituirá por Acuerdo de Servicio de Asistencia Financiera;

(c) cada vez que aparezca el término Préstamo se sustituirá por Asistencia Financiera y el término Prestatario por Estado miembro Beneficiario;

(d) en la tercera frase, se empleará el futuro después de Acuerdo de Servicio de Préstamo y antes de tras la firma inicial;

(e) en la tercera frase, se añadirá o se utilizará tras hará efectivo; y

(f) se añadirá una última frase, que reza como sigue: El consejo de administración de FEEF adoptará directrices conforme a los artículos 2(1)(b) o 2(1)(c) relativas a las condiciones y procedimientos de desembolso y supervisión permanente del cumplimiento de las condiciones impuestas a la Asistencia Financiera en forma de mecanismos cautelares, mecanismos para la recapitalización de entidades financieras de un Estado miembro y mecanismos para la compra de bonos en los mercados primario y secundario.

(23) El artículo 3(2) se modificará como sigue:

(a) Se eliminará la cláusula inicial;

(b) la frase A menos que se especifique lo contrario en el Acuerdo de Servicio de Asistencia Financiera (de acuerdo con las directrices adoptadas por el consejo de administración de MEEF conforme a los artículos 2(1)(b) o 2(1)(c) aplicables a la categoría de Acuerdo de Servicio de Asistencia Financiera de que se trate) se añadirán antes de la cláusula inicial Tras recibir una solicitud;

(c) el término fondos (la "Solicitud de Fondos") se sustituirá por Asistencia Financiera (una "Solicitud de Asistencia Financiera");

(d) la expresión en la que se solicite la concesión de un Préstamo se eliminará; y

(e) cada vez que aparezcan las palabras Acuerdo de Servicio de Préstamo se sustituirán por Acuerdo de Servicio de Asistencia Financiera; el término Préstamo se sustituirá por Asistencia Financiera y el término Prestatario por Estado Miembro Beneficiario.

(24) El artículo 3(3) se modificará como sigue:

(a) El término Acuerdo de Servicio de Préstamo se sustituirá por Acuerdo de Servicio de Asistencia Financiera; y

(b) el término Préstamo se sustituirá por Asistencia Financiera.

(25) El artículo 3(5) se modificará como sigue:

(a) se añadirá la expresión A menos que se especifique lo contrario en el Acuerdo de Servicio de Asistencia Financiera (de acuerdo con las directrices adoptadas por el consejo de administración de MEEF conforme a los artículos 2(i) (b) o 2(i) (c) aplicables a la categoría de Acuerdo de Servicio de Asistencia Financiera de que se trate) después de En la Fecha de Desembolso correspondiente y antes de FEEF pondrá a disposición del Estado miembro Beneficiario; y

(b) cada vez que aparezcan las palabras Acuerdo de Servicio de Préstamo se sustituirán por Acuerdo de Servicio de Asistencia Financiera; el término Préstamo se sustituirá por Asistencia Financiera y el término Prestatario por Estado miembro Beneficiario.

(26) En el artículo 4(1), la expresión (incluido el Porcentaje de Sobreaval aplicable a esa emisión de Instrumentos de Financiación) se añadirá después de que recogerán las condiciones financieras detalladas de cada emisión y el término Préstamos se sustituirá por Asistencia Financiera.

(27) En el artículo 4(2) el término Préstamo se sustituirá por Asistencia Financiera.

(28) En el artículo 4(3), el término FEEF se sustituirá por FEEF y el término coordinador por coordinador.[sic]

(29) En los artículos 4(4) y 4(5), el término Préstamos se sustituirá por Asistencia Financiera y en el artículo 4(5) la expresión Acuerdo de Servicio de Préstamo vigente se sustituirá por Acuerdo de Servicio de Asistencia Financiera.

(30) En el artículo 5(1)(a), el porcentaje 120% se eliminará y se sustituirá por un Porcentaje de Sobreaval de hasta un 165% (según proceda para garantizar la mayor solvencia de los Instrumentos Financieros emitidos o contratados por FEEF en la fecha de emisión) con respecto a los Instrumentos Financieros emitidos o contratados después de la Fecha de Entrada en Vigor de las Enmiendas.

(31) El artículo 5(1)(b) se modificará:

(a) añadiendo la expresión (establecida con respecto a los Préstamos desembolsados antes de la Fecha de Entrada en Vigor de las Enmiendas) después de las palabras la Reserva de Caja y antes de las palabras tendrá funciones reguladoras;

(b) el término Préstamo se sustituirá por Asistencia Financiera y Prestatario por Estado Miembros Beneficiario; y

(c) sustituyendo artículo 2(9) por artículo 2(10).

(32) En la frase inicial del artículo 5(2), el término Préstamo se sustituirá por Asistencia Financiera y Prestatario por Estado Miembros Beneficiario.

(33) En el artículo 5(2)(a), 120% se sustituirá por el Porcentaje aplicable de Sobreaval.

(34) El artículo 5(2)(b) quedará modificado añadiéndose las palabras (teniendo en cuenta que FEEF no podrá utilizar los importes abonados a la Reserva de Caja antes de la Fecha de Entrada en Vigor de las Enmiendas para cubrir posibles déficits derivados de Acuerdos de Servicio de Préstamo celebrados después de tal fecha) tras las palabras una cantidad de la Reserva de Caja.

(35) El artículo 5(3) quedará modificado añadiéndose en la última frase las palabras y/o la adopción de los mecanismos disponibles de refuerzo de crédito empleados por FEEF en relación con los Préstamos desembolsados antes de la Fecha de Entrada en Vigor de las Enmiendas.

(36) Se añadirá un nuevo apartado (7) después del apartado (6) del artículo 5 cuyo tenor será el siguiente:

Con respecto a la Asistencia Financiera desembolsada tras la Fecha de Entrada en Vigor de las Enmiendas:

(a) Los Estados miembros Beneficiarios sufragarán los Costes de Emisión (según dispone el artículo 2(9);

(b) FEEF sufragará los costes y gastos derivados de un Acuerdo de Servicio de Asistencia Financiera mediante la Reserva de Caja, teniendo en cuenta que no podrá utilizar la Reserva de Caja establecida antes de la Fecha de Entrada en Vigor de las Enmiendas para sufragar los costes y gastos derivados de los Acuerdos de Servicio de Asistencia

Financiera celebrados después de tal fecha, a menos que la Reserva de Caja ya no sea necesaria como medio de refuerzo de crédito; y

(c) el presente apartado se entenderá sin perjuicio de cualquier compromiso del Estado miembro Prestatario en virtud de un Acuerdo de Servicio de Asistencia Financiera para sufragar los costes y gastos de FEEF.

(37) Se añadirá un nuevo artículo 5(8) a continuación del nuevo artículo 5(7) del tenor siguiente:

Los Estados miembros de la zona del euro podrán convenir, mediante decisión adoptada de conformidad con el artículo 10(6), en que FEEF pueda utilizar parte de las sumas abonadas a la Reserva de Caja en virtud del artículo 2(9) para cubrir los gastos operativos específicos generales no crediticios o los costes excepcionales de FEEF, teniendo en cuenta que FEEF no podrá liberar ningún Margen Pagado por Adelantado que haya sido abonado al Fondo de Reserva para constituir un refuerzo de crédito antes de la Fecha de Entrada en Vigor de las Enmiendas para cubrir dichos costes operativos o excepcionales en la medida en que dicha porción de la Reserva de Caja sea necesaria para constituir el refuerzo de crédito.

(38) Se añadirá un nuevo artículo 5(9): Se reconoce y conviene en que lo dispuesto en los artículos 5(7) y 5(8) se entiende sin perjuicio de los procedimientos presupuestarios generales de FEEF.

(39) Se modificará en artículo 6(1) sustituyéndose el término Préstamo por Asistencia Financiera.

(40) El artículo 6(4) quedará modificado sustituyéndose la expresión con arreglo a un Préstamo por con respecto a una Asistencia Financiera.

(41) En los artículos 6(7), 6(8) y 6(9), los términos Prestatario y Prestatarios se sustituirán respectivamente por Estado miembro Beneficiario o Estados miembros Beneficiarios.

(42) En los artículos 6(7) y 6(8), los términos Préstamo y Préstamos se sustituirán por Asistencia Financiera.

(43) En el artículo 6(7), se añadirá la expresión o recuperados de otro modo por FEEF después de efectivamente recibidos de los Estados miembros Beneficiarios subyacentes.

(44) El artículo 7(1) quedará modificado añadiendo el texto según se aplica a la Obligación del Aval pertinente de FEEF. Para evitar dudas, cuando se trate de la República de Estonia, sólo se exigirá que realice o reciba contribuciones en virtud del presente artículo 7 en relación con los Instrumentos de Financiación emitidos o contratados con posterioridad a la Fecha de Entrada en Vigor de las Enmiendas después de las palabras La "Parte Requerida" será equivalente al Porcentaje Ajustado del Coeficiente de Contribución aplicable al Aval de que se trate antes de las palabras Todo pago en concepto de indemnización o contribución de un Avalista a otro.

(45) El artículo 7(3)(v) se modificará sustituyendo el término Acuerdo de Servicio de Préstamo por Acuerdo de Servicio de Asistencia Financiera y sustituyendo el término Préstamo por Asistencia Financiera.

(46) El artículo 8(2) se modificará sustituyendo cada vez que aparezca el término Acuerdo de Servicio de Préstamo por Acuerdo de Servicio de Asistencia Financiera, el término Préstamo por Asistencia Financiera y el término Prestatario por Estado miembro Beneficiario.

(47) El artículo 8(2) quedará modificado como sigue:

(a) añadiendo las palabras o incurran en nuevas obligaciones como Avalista después de las palabras no se exigirá al Avalista Saliente que preste su Aval;

(b) añadiendo las palabras o cualesquiera nuevas obligaciones que se asuman como Avalista después de las palabras y todo nuevo Aval emitido al amparo del presente Acuerdo;

(c) añadiendo las palabras y/o se incurrirá después de las palabras lo será y antes de las palabras por los demás Avalistas;

(d) añadiendo las palabras o contracción de nuevas obligaciones como Avalista después de ajustándose en consecuencia el Porcentaje Ajustado de Coeficiente de Contribución para la emisión de los nuevos Avaes;

(e) añadiendo el texto Irlanda pasó a ser un Avalista Saliente con efectos a partir del 3 de diciembre de 2010 y Portugal con efectos a partir del 16 de mayo de 2011 después de las palabras un Avalista Saliente con efectos a partir de la entrada en vigor del presente Acuerdo.

(48) En el artículo 9:

(a) el título del artículo 9 quedará modificado sustituyéndose el término Acuerdo de Servicio de Préstamo por el término Acuerdo de Servicio de Asistencia Financiera; y

(b) cada vez que aparezca el término Acuerdo de Servicio de Préstamo se sustituirá por el término Acuerdo de Servicio de Asistencia Financiera, cada vez que aparezca el término Préstamo se sustituirá por Asistencia Financiera y cada vez que aparezca el término Prestatario se sustituirá por el término Estado miembro Beneficiario.

(49) El artículo 10(5) quedará modificado como sigue:

(a) cada vez que aparezca el término Acuerdo de Servicio de Préstamo se sustituirá por el término Acuerdo de Servicio de Asistencia Financiera y el término Préstamo se sustituirá por el término Asistencia Financiera;

(b) en la letra (a), añadiéndose las palabras, toda decisión de modificar la estructura de tipos de interés aplicable a los Acuerdos de Servicio de Asistencia Financiera, así como toda

decisión que incluya en un Acuerdo de Servicio de Asistencia Financiera la facultad de prestar asistencia financiera, mediante la adquisición de bonos en el mercado primario o la adquisición de bonos en el mercado secundario basándose en un análisis del BCE en el que se reconozca la existencia de circunstancias excepcionales en el mercado financiero y de riesgos para la estabilidad financiera;

(c) en la letra (b), suprimiéndose las palabras sobre la base de un informe de la Comisión y añadiéndose, después de la palabra cumplimiento, la frase Para las adquisiciones en el mercado secundario, el Acuerdo de Servicio de Asistencia Financiera, con vistas a la adquisición de bonos en el mercado secundario adoptada en virtud del artículo 10(5)(a), podrá establecer procedimientos alternativos para la ejecución técnica de cada adquisición de bonos en virtud de dicho Acuerdo de Servicio de Asistencia Financiera, de conformidad con las directrices que figuran en el artículo 2(1)(b);

(d) añadiéndose una nueva letra: (j) toda transmisión de derechos y obligaciones de FEEF al MEE de conformidad con el artículo 13(10); y

(e) añadiéndose una nueva letra: (k) la adopción y la modificación de las directrices que figuran en el artículo 2(1)(b) o 2(1)(c).

(50) El artículo 10(6) quedará modificado sustituyéndose cada vez que aparezca el término Acuerdo de Servicio de Préstamo por el término Acuerdo de Servicio de Asistencia Financiera y el término Préstamo por Asistencia Financiera, y se añadirá la palabra y entre las letras (d) y €.

(51) El artículo 10(8) quedará modificado sustituyéndose cada vez que aparezca el término Acuerdo de Servicio de Préstamo por el término Acuerdo de Servicio de Asistencia Financiera.

(52) El artículo 10(10) quedará modificado sustituyéndose el término Acuerdo de Servicio de Préstamo por el término Acuerdo de Servicio de Asistencia Financiera y el término Prestatario por Estado miembro Beneficiario.

(53) El artículo 11(1) quedará modificado sustituyéndose el término Acuerdo de Servicio de Préstamo por el término Acuerdo de Servicio de Asistencia Financiera, el término Préstamos por Asistencia Financiera y las palabras Artículo 2(9) por las palabras Artículo 2(10).

(54) El artículo 12 quedará modificado sustituyéndose el término Prestatarios por Estados miembros Beneficiarios y el término Préstamos por Asistencia Financiera.

(55) El artículo 13(1) quedará modificado sustituyéndose el término Prestatarios por Estados miembros Beneficiarios.

(56) El artículo 13(3) quedará modificado sustituyéndose el término Acuerdos de Servicio de Préstamo por Acuerdos de Servicio de Asistencia Financiera.

(57) En el artículo 13(9) se añadirá lo siguiente: Los términos “Acuerdo de Servicio de Asistencia Financiera” y “Asistencia Financiera” se aplicarán, respectivamente, a los “Acuerdo de Servicio de Préstamo” y los “Préstamos” celebrados o desembolsados por FEEF antes de la Fecha de Entrada en Vigor de las Enmiendas.

(58) Se añadirá un nuevo artículo 13(10) redactado como sigue:

Tras la constitución del Mecanismo Europeo de Estabilidad (el “MEE”), FEEF podrá, con la aprobación de una decisión por los Estados miembros de la zona del euro actuando por unanimidad y tras la obtención de los consentimientos precisos de los inversores en los Instrumentos de Financiación, transferir al MEE cualesquiera derechos y obligaciones, incluso los previstos en los Instrumentos de Financiación, Acuerdos de Servicio de Asistencia Financiera y/o Asistencia Financiera.

(59) El Anexo 1 (Lista de los Estados miembros de la zona del euro avalistas, con sus respectivos compromisos de aval) se modificará desde la fecha de Entrada en Vigor de las Enmiendas según lo dispuesto en el Anexo 1 de la presente Enmienda con respecto a los Instrumentos Financieros emitidos desde la mencionada Fecha.

(60) En Anexo 2 (Coeficiente de Contribución) se modificará desde la fecha de Entrada en Vigor de las Enmiendas según lo dispuesto en el Anexo 2 de la presente Enmienda con respecto a los Instrumentos Financieros emitidos desde la mencionada Fecha.

(61) Todos los demás artículos y Anexos quedan sin modificar.

## 2. LEGISLACIÓN APLICABLE Y JURISDICCIÓN.

(1) La presente Enmienda y cualesquiera obligaciones no contractuales que se refieran o deriven de la misma se regirán e interpretarán de conformidad con el Derecho inglés.

(2) Cualquier controversia derivada de la presente Enmienda o que surja en el contexto de la misma se resolverá de manera amistosa. A falta de resolución amistosa, los Estados miembros de la zona del euro convienen en que, si se trata de una controversia únicamente entre ellos, se someterá a la jurisdicción exclusiva del Tribunal de Justicia de la Unión Europea. En la medida en que la controversia surja entre uno o más Estados miembros de la zona del euro y FEEF, las Partes acuerdan someter la misma a la jurisdicción exclusiva de los Tribunales del Gran Ducado de Luxemburgo.

## 3. ENTRADA EN VIGOR Y DISPOSICIONES TRANSITORIAS.

(1) Las Partes convienen en que las enmiendas al Acuerdo Marco entrarán en vigor y pasarán a ser vinculantes entre el FEEF y las Partes en la fecha (la Fecha de Entrada en Vigor de las Enmiendas) en que todas las Partes hayan confirmado por escrito al FEEF, en un modelo que se ajuste en lo fundamental al Anexo 3, que han completado todos los procedi-

mientos necesarios que les impone su legislación nacional para garantizar que sus obligaciones en virtud de la presente Enmienda entren plenamente en vigor (una Confirmación de la Enmienda).

(2) Se reconoce y conviene en que las enmiendas al Acuerdo Marco no modificarán ni afectarán a los derechos y obligaciones de las Partes en relación con cualesquiera Instrumentos de Financiación emitidos por FEEF acogiendo al Aval emitido conforme al Acuerdo antes de la Fecha de Entrada en Vigor de las Enmiendas (los Instrumentos de Financiación Existentes). Los derechos y obligaciones entre las Partes en relación con dichos Instrumentos de Financiación Existentes seguirán rigiéndose por las condiciones del Acuerdo Marco que eran de aplicación antes de la Fecha de Entrada en Vigor de las Enmiendas.

(3) Se reconoce y conviene en que las enmiendas al Acuerdo Marco no modificarán ni afectarán a los derechos y obligaciones de las Partes en relación con cualesquiera Préstamos desembolsados antes de la Fecha de Entrada en Vigor de las Enmiendas (los Préstamos Existentes). Los derechos y obligaciones entre las Partes en relación con dichos Instrumentos de Financiación Existentes seguirán rigiéndose por las condiciones del Acuerdo Marco que eran de aplicación antes de la Fecha de Entrada en Vigor de las Enmiendas.

(4) Se reconoce y conviene en que FEEF no recibió las Confirmaciones de la Enmienda de todas las Partes en relación con el acuerdo de enmienda del Acuerdo Marco de FEEF firmado entre las Partes en julio de 2011 (el Acuerdo de Enmienda de julio). En consecuencia, el Acuerdo de Enmienda de julio no llegó a entrar en vigor y las Partes convienen en que quede anulado y sin efecto jurídico alguno.

(5) Se reconoce y conviene en que la Confirmación de la Enmienda de un Estado miembro podrá serlo de su aplicación provisional, de conformidad con la legislación del Estado miembro de que se trate.

#### 4. FORMALIZACIÓN DE LA ENMIENDA.

La presente Enmienda podrá formalizarse en diversos ejemplares firmados por una o más Partes. Cada ejemplar constituirá parte integrante de la Enmienda original, y las firmas plasmadas en ellos surtirán el mismo efecto que si figurasen en un único ejemplar de la Enmienda.

FEEF facilitará sin dilación, tras la firma de la presente Enmienda, copias certificadas de la misma a cada una de las Partes, junto con la versión consolidada del Acuerdo Marco, incluidas las enmiendas entradas en vigor conforme a la presente Enmienda.

#### 5. ANEXOS.

Los Anexos a la presente Enmienda formarán parte integrante de la misma:

1. Lista de los Avalistas con sus respectivos Compromisos de Aval;

2. Coeficiente de Contribución;

3. Modelo de Confirmación de la Enmienda.

Por los Estados miembros de la zona del euro,

Reino de Bélgica,  
Representado por:

Nombre:  
Cargo:  
Fecha:

República Federal de Alemania,  
Representada por:

Nombre:  
Cargo:  
Fecha:

República de Estonia,  
Representada por:

Nombre:  
Cargo:  
Fecha:

Irlanda,  
Representada por:

Nombre:  
Cargo:  
Fecha:

República Helénica,  
Representada por:

Nombre:  
Cargo:  
Fecha:

Reino de España,  
Representado por:

Nombre: Elena Salgado.  
Cargo: Vicepresidenta del Gobierno y Ministra de Economía y Hacienda.  
Fecha: 5 de septiembre de 2011.

República Francesa,  
Representada por:

Nombre:  
Cargo:  
Fecha:

República Italiana,  
Representada por:

Nombre:  
Cargo:  
Fecha:

República de Chipre,  
Representada por:

Nombre:  
Cargo:  
Fecha:

Gran Ducado de Luxemburgo,  
Representado por:

Nombre:  
Cargo:  
Fecha:

República de Malta,  
Representada:

Nombre:  
Cargo:  
Fecha:

Reino de los Países Bajos,  
Representado por:

Nombre:  
Cargo:  
Fecha:

República de Austria,  
Representada por:

Nombre:  
Cargo:  
Fecha:

República Portuguesa,  
Representada por:

Nombre:  
Cargo:  
Fecha:

República de Eslovenia,  
Representada por:

Nombre:  
Cargo:  
Fecha:

República Eslovaca,  
Representada por:

Nombre:  
Cargo:  
Fecha:

República de Finlandia,  
Representada por:

Nombre:  
Cargo:  
Fecha:

Por FEEF, Facilidad Europea de Estabilización Financiera.  
Representada por:

Nombre:  
Cargo:  
Fecha:

---

#### ANEXO 1

#### LISTA DE LOS ESTADOS MIEMBROS DE LA ZONA DEL EURO AVALISTAS, CON SUS RESPECTIVOS COMPROMISOS DE AVAL DESDE LA FECHA DE ENTRADA EN VIGOR DE LAS ENMIENDAS

País	Compromisos de Aval EUR (millones)
Reino de Bélgica .....	27.031,99
República Federal de Alemania ...	211.045,90
Irlanda .....	12.378,15*
Reino de España .....	92.543,56
República Francesa .....	158.487,53
República Italiana .....	139.267,81
República de Chipre .....	1.525,68
Gran Ducado de Luxemburgo .....	1.946,94
República de Malta .....	704,33
Reino de los Países Bajos .....	44.446,32
República de Austria .....	21.639,19
República Portuguesa .....	19.507,26*
República de Eslovenia .....	3.664,30
República Eslovaca .....	7.727,57
República de Finlandia .....	13.974,03
República Helénica .....	21.897,74
República de Estonia .....	1.994,86
Total Compromisos de Aval .....	779.783,14

\* La República Helénica, Irlanda y la República Portuguesa pasan a ser Avalistas Salientes. Portugal continúa respondiendo de los Pagarés emitidos antes de pasar a ser Avalista Saliente. La República de Estonia sólo es Avalista en cuanto a los Pagarés emitidos tras la fecha de entrada en vigor de las enmiendas.

Ello significa que, a la fecha de entrada en vigor de las enmiendas, el total activo de Compromisos de Aval para los Avalistas que no tengan la consideración de Avalistas Salientes es de 726.000 millones EUR.

## ANEXO 2

**COEFICIENTE DE CONTRIBUCIÓN CON RESPECTO A LOS INSTRUMENTOS DE FINANCIACIÓN EMITIDOS O CONTRATADOS DESDE LA FECHA DE ENTRADA EN VIGOR DE LAS ENMIENDAS**

<u>Estado miembro</u>	<u>Coeficiente % de suscripción de capital del BCE</u>	<u>Coeficiente de contribución (%)</u>
Reino de Bélgica .....	2,4256	3,4666
República Federal de Alemania .....	18,9373	27,0647
República de Estonia .....	0,1790	0,2558
Irlanda* .....	1,1107	1,5874
República Helénica* .....	1,9649	2,8082
Reino de España .....	8,3040	11,8679
República Francesa .....	14,2212	20,3246
República Italiana .....	12,4966	17,8598
República de Chipre .....	0,1369	0,1957
Gran Ducado de Luxemburgo .....	0,1747	0,2497
República de Malta .....	0,0632	0,0903
Reino de los Países Bajos .....	3,9882	5,6998
República de Austria .....	1,9417	2,7750
República Portuguesa* .....	1,7504	2,5016
República de Eslovenia .....	0,3288	0,4699
República Eslovaca .....	0,6934	0,9910
República de Finlandia .....	1,2539	1,7920
Total.....	69,9705	100,0000

\* A la fecha de entrada en vigor de las enmiendas, la República Helénica, Irlanda y Portugal han pasado a ser Avalistas Salientes.

## ANEXO 3

**MODELO DE CONFIRMACIÓN DE COMPROMISO**

[Membrete de las Autoridades del Estado miembro de la zona del euro]

Por fax seguido de correo certificado:

Facilidad Europea de Estabilización Financiera.  
43, avenue John F. Kennedy, L-1855 Luxemburgo.  
Fax: +352 260 962 62.

Copia a:

Secretaría del Grupo de Trabajo del Eurogrupo.  
DG ECFIN BU-24 03/027, 1049 Bruselas, Bélgica.  
Fax: +32-2-295 68 41.

Asunto: Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF) Confirmación de la Enmienda

Muy señores míos:

Hacemos referencia (i) al Acuerdo Marco de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera entre el Reino de Bél-

gica, la República Federal de Alemania, Irlanda, el Reino de España, la República Francesa, la República Italiana, la República de Chipre, el Gran Ducado de Luxemburgo, la República de Malta, el Reino de los Países Bajos, la República de Austria, la República Portuguesa, la República de Eslovenia, la República Eslovaca, la República de Finlandia, la República Helénica y FEEF (las Partes), y (ii) a la Enmienda al Acuerdo Marco de la FEEF, firmado entre las Partes y la República de Estonia.

Por la presente, les notificamos que estamos debidamente autorizados por nuestra legislación nacional para permitirnos quedar obligados por la Enmienda al Acuerdo antes mencionado con efectos de [fecha].

Atentamente,

[Nombre del Estado miembro de la zona del euro]

La presente Enmienda se aplica provisionalmente por España de acuerdo con lo establecido en su apartado 3.(5), a partir de la fecha de su publicación en el Boletín Oficial del Estado.

Madrid, 7 de septiembre de 2011.

# Tratado Constitutivo del Mecanismo Europeo de Estabilidad

entre

EL REINO DE BÉLGICA  
LA REPÚBLICA FEDERAL DE ALEMANIA  
LA REPÚBLICA DE ESTONIA  
IRLANDA, LA REPÚBLICA HELÉNICA  
EL REINO DE ESPAÑA  
LA REPÚBLICA FRANCESA  
LA REPÚBLICA ITALIANA  
LA REPÚBLICA DE CHIPRE  
EL GRAN DUCADO DE LUXEMBURGO  
MALTA  
EL REINO DE LOS PAÍSES BAJOS  
LA REPÚBLICA DE AUSTRIA  
LA REPÚBLICA PORTUGUESA  
LA REPÚBLICA DE ESLOVENIA  
LA REPÚBLICA ESLOVACA  
Y  
LA REPÚBLICA DE FINLANDIA

**2 DE FEBRERO DE 2012**

LAS PARTES CONTRATANTES, el Reino de Bélgica, la República Federal de Alemania, la República de Estonia, Irlanda, la República Helénica, el Reino de España, la República Francesa, la República Italiana, la República de Chipre, el Gran Ducado de Luxemburgo, Malta, el Reino de los Países Bajos, la República de Austria, la República Portuguesa, la República de Eslovenia, la República Eslovaca y la República de Finlandia (en lo sucesivo, los «Estados miembros de la zona del euro» o «miembros del MEDE»);

COMPROMETIDAS a garantizar la estabilidad financiera de la zona del euro;

RECORDANDO las conclusiones del Consejo Europeo de 25 de marzo de 2011 sobre la creación de un Mecanismo Europeo de Estabilidad;

## Considerando lo siguiente:

(1) El Consejo Europeo acordó el 17 de diciembre de 2010 la necesidad de que los Estados miembros de la zona del

euro establecieran un mecanismo permanente de estabilidad. Este Mecanismo Europeo de Estabilidad («MEDE») asumirá las tareas actualmente desempeñadas por la Facilidad Europea de Estabilización Financiera («FEFF») y el Mecanismo Europeo de Estabilización Financiera («MEEF») facilitando, en caso necesario, asistencia financiera a los Estados miembros de la zona del euro.

(2) El 25 de marzo de 2011, el Consejo Europeo adoptó la Decisión 2011/199/UE que modifica el artículo 136 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea en relación con un mecanismo de estabilidad para los Estados miembros cuya moneda es el euro<sup>1</sup> que añade el apartado siguiente al artículo 136: «Los Estados miembros cuya moneda es el euro podrán establecer un mecanismo de estabilidad que se activará cuando sea indispensable para salvaguardar la estabilidad de la zona del euro en su conjunto. La concesión de toda ayuda financiera necesaria con arreglo al mecanismo se supeditará a condiciones estrictas».

<sup>1</sup> DO L 91 de 6.4.2011, p. 1.

(3) Con vistas a aumentar la eficacia de la asistencia financiera y a prevenir el riesgo de contagio financiero, los Jefes de Estado o de Gobierno de los Estados miembros cuya moneda es el euro acordaron el 21 de julio de 2011 «incrementar la flexibilidad [del MEDE], con la condicionalidad apropiada».

(4) El estricto cumplimiento del marco de la Unión Europea, la vigilancia macroeconómica integrada, en particular el Pacto de Estabilidad y Crecimiento, el marco aplicable a los desequilibrios macroeconómicos y las normas de la gobernanza económica de la Unión Europea, deben seguir siendo la primera línea de defensa contra las crisis de confianza que amenazan la estabilidad de la zona del euro.

(5) El 9 de diciembre de 2011 los Jefes de Estado o de Gobierno de los Estados miembros cuya moneda es el euro acordaron avanzar hacia una unión económica más fuerte incluido un nuevo pacto presupuestario y una coordinación reforzada de las políticas económicas que serán aplicadas a través de un acuerdo internacional, el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza en la Unión Económica y Monetaria («TECG»). El TECG ayudará a desarrollar una coordinación más estrecha dentro de la zona del euro con vistas a garantizar una gestión duradera, correcta y sólida de las finanzas públicas y de esta manera hacer frente a una de las principales fuentes de inestabilidad financiera. El presente Tratado y el TECG son complementarios al promover la responsabilidad y solidaridad presupuestarias en la unión económica y monetaria. Se reconoce y acuerda que la concesión de asistencia financiera en el marco de los nuevos programas en virtud del MEDE estará condicionada, a partir del 1 de marzo de 2013, a la ratificación del TECG por el miembro del MEDE de que se trate y, tras la expiración del período de transposición a que se refiere el artículo 3, apartado 2, del TECG, al cumplimiento de los requisitos de dicho artículo.

(6) Dada la fuerte interrelación dentro de la zona del euro, los graves riesgos para la estabilidad financiera de los Estados miembros cuya moneda es el euro pueden poner en peligro la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto. Por lo tanto, el MEDE podría proporcionar apoyo a la estabilidad sobre la base de una estricta condicionalidad, adaptada al instrumento de asistencia financiera elegido, si ello fuera indispensable para salvaguardar la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto y de sus Estados miembros. El volumen máximo inicial de préstamo del MEDE está fijado en 500.000 millones de euros, incluido el existente apoyo a la estabilidad de la FEEF. No obstante, la adecuación del volumen máximo consolidado de préstamo del MEDE y de la FEEF será reevaluada antes de la entrada en vigor del presente Tratado. Si fuera necesario, se incrementará por el Consejo de Administración del MEDE, de conformidad con el artículo 10, tras la entrada en vigor del presente Tratado.

(7) Todos los Estados miembros de la zona del euro serán miembros del MEDE. Como consecuencia de la adhesión a la zona del euro, todo Estado miembro de la Unión Europea debería convertirse en miembro del MEDE, con plenos

derechos y obligaciones acordes con los de las Partes Contratantes.

(8) El MEDE cooperará muy estrechamente con el Fondo Monetario Internacional («FMI») para proporcionar apoyo a la estabilidad. En todas las circunstancias, se pedirá la participación activa del FMI, tanto a nivel técnico como financiero. Los Estados miembros de la zona del euro que soliciten la asistencia financiera del MEDE se espera que dirijan, siempre que ello sea posible, una petición similar al FMI.

(9) Los Estados miembros de la Unión Europea cuya moneda no es el euro que participen sobre una base ad hoc, paralelamente al MEDE, en una operación de apoyo a la estabilidad en favor de Estados miembros de la zona del euro estarán invitados a participar, en calidad de observadores, en las reuniones del MEDE que traten de dicho apoyo a la estabilidad y su seguimiento. Dichos Estados miembros tendrán acceso puntual a toda la información y serán debidamente consultados.

(10) El 20 de junio de 2011, los representantes de los Gobiernos de los Estados miembros de la Unión Europea autorizaron a las Partes Contratantes del presente Tratado a pedir a la Comisión Europea y al Banco Central Europeo («BCE») que efectúen las tareas previstas en este Tratado.

(11) En su declaración de 28 de noviembre de 2010, el Eurogrupo indicó que se introducirán cláusulas de acción colectiva («CAC») estandarizadas e idénticas dentro del conjunto de condiciones de emisión de los nuevos bonos y obligaciones representativos de deuda soberana de Estados miembros de la zona del euro, y, ello, de forma tal que se preserve la liquidez del mercado. Como solicitado por el Consejo Europeo el 25 de marzo de 2011, las disposiciones jurídicas precisas para la inclusión de las CAC en esos bonos y obligaciones soberanos en la zona del euro se definirán por el Comité Económico y Financiero.

(12) De conformidad con las prácticas del FMI, en casos excepcionales se considerará una participación del sector privado, en una forma apropiada y proporcionada, en los supuestos en que el apoyo a la estabilidad se proporcione acompañado por la condicionalidad en la forma de un programa de ajuste macroeconómico.

(13) Como el FMI, el MEDE proporcionará apoyo a la estabilidad a un miembro del MEDE que no pueda acceder o corra el riesgo de no poder acceder con normalidad a la financiación en el mercado. Por esta razón, los Jefes de Estado o de Gobierno han declarado que los préstamos del MEDE gozarán de la condición de acreedor preferente de modo análogo a los del FMI, aceptando no obstante que la condición del FMI prevalezca sobre la del MEDE. Este estatus será efectivo a partir de la fecha de entrada en vigor del presente Tratado. En el caso de que la asistencia financiera del MEDE adopte la forma de préstamos de este mecanismo a continuación de un programa europeo de asistencia financiera existente en el momento de la firma del

presente Tratado, el MEDE gozará de la misma preferencia que la de todos los demás préstamos y obligaciones del miembro del MEDE beneficiario, con excepción de los préstamos del FMI.

(14) Los Estados miembros de la zona del euro garantizarán que el MEDE y los Estados que concedan préstamos bilaterales en coordinación con el MEDE gocen, en su condición de acreedores, de estatus equivalente.

(15) Las condiciones de préstamo del MEDE a los Estados miembros sujetos a un programa de ajuste macroeconómico, incluidas aquellas previstas en el artículo 40 del presente Tratado, cubrirán los costes de financiación y funcionamiento del MEDE y deberán ser coherentes con las condiciones de préstamo de los acuerdos de facilidad de asistencia financiera firmados entre la FEEF, Irlanda y el Banco Central de Irlanda, por una parte, y la FEEF, la República Portuguesa y el Banco de Portugal, por otra.

(16) El Tribunal de Justicia de la Unión Europea será competente para pronunciarse sobre cualquier controversia entre las Partes Contratantes o entre éstas y el MEDE relativa a la interpretación y aplicación del presente Tratado, de conformidad con el artículo 273 del Tratado de Funcionamiento de la Unión Europea (TFUE).

(17) La vigilancia posterior al programa será ejercida por la Comisión Europea y el Consejo de la Unión Europea en el marco establecido en los artículos 121 y 136 del TFUE.

HAN CONVENIDO EN LAS DISPOSICIONES SIGUIENTES:

## CAPÍTULO 1

### MIEMBROS Y FINALIDAD

#### ARTÍCULO 1

##### Constitución y miembros

1. Por el presente Tratado, las Partes Contratantes constituyen una institución financiera internacional denominada «Mecanismo Europeo de Estabilidad» («MEDE»).

2. Las Partes Contratantes son los miembros del MEDE.

#### ARTÍCULO 2

##### Nuevos miembros

1. La adhesión al MEDE estará abierta a los otros Estados miembros de la Unión Europea a partir de la entrada en vigor de la decisión del Consejo de la Unión Europea que suprima la excepción relativa a la adopción del euro, tomada de conformidad con el artículo 140, apartado 2, del TFUE.

2. La admisión de los nuevos miembros del MEDE se efectuará según los mismos términos y condiciones aplicables a los miembros existentes del MEDE, de conformidad con el artículo 44.

3. Todo nuevo miembro que se adhiera al MEDE después de su constitución recibirá acciones del MEDE como contrapartida de su contribución al capital, calculada según la clave de contribución prevista en el artículo 11.

## ARTÍCULO 3

### Finalidad

La finalidad del MEDE será movilizar fondos y proporcionar apoyo a la estabilidad, bajo una estricta condicionalidad, adaptada al instrumento de asistencia financiera elegido, a los miembros del MEDE que experimenten o corran el riesgo de experimentar graves problemas de financiación, cuando ello sea indispensable para salvaguardar la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto y de sus Estados miembros. Con este fin, el MEDE estará facultado para obtener fondos a través de la emisión de instrumentos financieros o mediante la celebración de acuerdos o convenios de índole financiera o de otro tipo con sus propios miembros, entidades financieras u otros terceros.

## CAPÍTULO 2

### GOBERNANZA

#### ARTÍCULO 4

##### Estructuras y normas de votación

1. El MEDE tendrá un Consejo de Gobernadores y un Consejo de Administración, así como un Director Ejecutivo y demás personal propio que se considere necesario.

2. Las decisiones del Consejo de Gobernadores y del Consejo de Administración se adoptarán de común acuerdo, por mayoría cualificada o mayoría simple, de conformidad con las disposiciones del presente Tratado. Para todas las decisiones, deberá alcanzarse un quórum de dos tercios del número de miembros con derecho a voto que representen al menos dos tercios de los derechos de voto.

3. La adopción de una decisión de común acuerdo requerirá la unanimidad de los miembros participantes en la votación. Las abstenciones no impedirán la adopción de una decisión de común acuerdo.

4. No obstante lo dispuesto en el apartado 3, se utilizará un procedimiento de votación de urgencia cuando la Comisión y el BCE concluyan que la no adopción de forma urgente de una decisión para conceder o aplicar una asistencia financiera, como se define en los artículos 13 a 18, amenazaría la sostenibilidad económica y financiera de la zona del euro. La adopción de una decisión de común acuerdo por el Consejo de Gobernadores contemplada en el artículo 5, apartado 6, letras f) y g), y el Consejo de Administración en el marco de dicho procedimiento de urgencia requerirá una mayoría cualificada del 85 % de los votos expresados.

Cuando se utilice el procedimiento de urgencia a que se refiere el párrafo primero, se efectuará una transferencia del fondo de reserva y/o del capital desembolsado a un fondo de reserva de urgencia para constituir un amortiguador destinado a cubrir los riesgos que surjan del apoyo financiero concedido en virtud del procedimiento de urgencia. El Consejo de Administración podrá decidir cancelar el fondo de reserva de urgencia y devolver su contenido al fondo de reserva y/o al capital desembolsado.

5. La adopción de una decisión por mayoría cualificada requerirá el 80 % de los votos expresados.

6. La adopción de una decisión por mayoría simple requerirá la mayoría de los votos expresados.

7. El número de derechos de voto atribuidos a cada miembro del MEDE, ejercidos por la persona que nombre o por su representante en el seno del Consejo de Gobernadores o del Consejo de Administración, será igual al número de acciones que dicho miembro haya suscrito en el capital autorizado del MEDE de conformidad con el anexo II.

8. Cuando un miembro del MEDE no haya pagado una parte cualquiera del importe exigible en virtud de las obligaciones contraídas en relación con las acciones desembolsadas o los requerimientos de capital de conformidad con los artículos 8, 9 y 10, o en relación con el reembolso de la asistencia financiera contemplada en el artículo 16 o 17, dicho miembro del MEDE no podrá ejercer sus derechos de voto mientras persista dicho incumplimiento. Los umbrales de voto se recalcularán en consecuencia.

## ARTÍCULO 5

### Consejo de Gobernadores

1. Cada miembro del MEDE nombrará un gobernador y un gobernador suplente. Dichos nombramientos serán revocables en todo momento. El gobernador será un miembro con responsabilidad en materia financiera del Gobierno del miembro del MEDE. El gobernador suplente tendrá plena competencia para actuar en nombre del gobernador en su ausencia.

2. El Consejo de Gobernadores decidirá o bien estar presidido por el Presidente del Eurogrupo, a que se refiere el Protocolo (nº 14) sobre el Eurogrupo anejo al Tratado de la Unión Europea y al TFUE, o bien elegir de entre sus miembros a un presidente y un vicepresidente por un período de dos años. El mandato del presidente y del vicepresidente será renovable. Se organizará sin demora una nueva elección en caso de que el titular deje de ejercer la función necesaria para ser designado gobernador.

3. El miembro de la Comisión Europea responsable de asuntos económicos y monetarios y el Presidente del BCE, así como el Presidente del Eurogrupo (si no es el presidente o un gobernador), podrán participar en las reuniones del Consejo de Gobernadores en calidad de observadores.

4. Los representantes de los Estados miembros cuya moneda no es el euro que participen sobre una base ad hoc, paralelamente al MEDE, en una operación de apoyo a la estabilidad en favor de un Estado miembro de la zona del euro también estarán invitados a participar, en calidad de observadores, en las reuniones del MEDE en las que se traten dicho apoyo a la estabilidad y su seguimiento.

5. Otras personas, incluyendo representantes de instituciones o de organizaciones, tales como el FMI, podrán ser invitadas puntualmente por el Consejo de Gobernadores a asistir a reuniones en calidad de observadores.

6. El Consejo de Gobernadores adoptará, de común acuerdo, las siguientes decisiones:

a) cancelar el fondo de reserva de urgencia y devolver su contenido al fondo de reserva y/o al capital desembolsado, de conformidad con el artículo 4, apartado 4;

b) la emisión de nuevas acciones en términos distintos de la par, de conformidad con el artículo 8, apartado 2;

c) realizar los requerimientos de capital, de conformidad con el artículo 9, apartado 1; T/ESM 2012/es 15

d) la modificación del capital autorizado y la adaptación del volumen máximo de préstamo del MEDE, de conformidad con el artículo 10, apartado 1;

e) tener en cuenta una posible actualización de la clave para la suscripción de capital del BCE, de conformidad con el artículo 11, apartado 3, y las modificaciones del anexo I, de conformidad con el artículo 11, apartado 6;

f) proporcionar apoyo a la estabilidad por el MEDE, incluyendo la condicionalidad de política económica establecida en el Memorandum de Entendimiento contemplado en el artículo 13, apartado 3, y determinar la elección de los instrumentos y los términos financieros y las condiciones, de conformidad con los artículos 12 a 18;

g) el mandato que se conferirá a la Comisión Europea para negociar, en concierto con el BCE, la condicionalidad de política económica vinculada a cada asistencia financiera, de conformidad con el artículo 13, apartado 3;

h) la modificación de la política de fijación de los tipos de interés y de las directrices relativas al establecimiento de dichos tipos en el ámbito de la asistencia financiera, de conformidad con el artículo 20;

i) la modificación de la lista de instrumentos de asistencia financiera a disposición del MEDE, de conformidad con el artículo 19; T/ESM 2012/es 16

j) el establecimiento de normas para la transferencia al MEDE de las asistencias concedidas en virtud de la FEEF, de conformidad con el artículo 40;

k) la aprobación de las solicitudes de adhesión al MEDE de nuevos miembros, contemplada en el artículo 44;

l) las adaptaciones del presente Tratado como consecuencia directa de la adhesión de nuevos miembros, en particular las modificaciones de la distribución de capital entre los miembros del MEDE y el cálculo de dicha distribución como consecuencia directa de la adhesión al MEDE de un nuevo miembro, de conformidad con el artículo 44; y

m) la delegación en el Consejo de Administración de las atribuciones enumeradas en el presente artículo.

7. El Consejo de Gobernadores adoptará las siguientes decisiones por mayoría cualificada:

a) fijar los términos técnicos detallados de adhesión de un nuevo miembro al MEDE, de conformidad con el artículo 44;

b) estar presidido por el Presidente del Eurogrupo o elegir, por mayoría cualificada, al presidente y al vicepresidente del Consejo de Gobernadores, de conformidad con el apartado 2;

c) los estatutos del MEDE y el reglamento interno aplicables al Consejo de Gobernadores y al Consejo de Administración (en particular el derecho de establecer comités y órganos subsidiarios), de conformidad con el apartado 9;

d) el establecimiento de la lista de actividades incompatibles con las obligaciones de administrador o de administrador suplente, de conformidad con el artículo 6, apartado 8;

e) el nombramiento y el cese del Director Ejecutivo, de conformidad con el artículo 7;

f) la constitución de otros fondos, de conformidad con el artículo 24;

g) las medidas para recuperar el importe debido por un miembro del MEDE, de conformidad con el artículo 25, apartados 2 y 3;

h) la aprobación de las cuentas anuales del MEDE, de conformidad con el artículo 27, apartado 1;

i) el nombramiento de los miembros del Comité de Auditores, de conformidad con el artículo 30, apartado 1;

j) la aprobación de los auditores externos, de conformidad con el artículo 29;

k) levantar la inmunidad del presidente del Consejo de Gobernadores, un gobernador, un gobernador suplente, un administrador, un administrador suplente o del Director Ejecutivo, de conformidad con el artículo 35, apartado 2;

l) determinar el régimen fiscal aplicable al personal del MEDE, de conformidad con el artículo 36, apartado 5;

m) las decisiones relativas a controversias, de conformidad con el artículo 37, apartado 2;

n) cualquier otra decisión necesaria no expresamente prevista en el presente Tratado.

8. El presidente convocará y dirigirá las reuniones del Consejo de Gobernadores. El vicepresidente dirigirá estas reuniones en ausencia del presidente.

9. El Consejo de Gobernadores adoptará su reglamento interno y los estatutos del MEDE.

## ARTÍCULO 6

### Consejo de Administración

1. Cada gobernador nombrará un administrador y un administrador suplente de entre personas de elevada competencia en el ámbito económico y financiero. Dichos nombramientos serán revocables en todo momento. El administrador suplente tendrá plena competencia para actuar en nombre del administrador en su ausencia.

2. El miembro de la Comisión Europea responsable de asuntos económicos y monetarios y el Presidente del BCE podrán nombrar un observador cada uno.

3. Los representantes de los Estados miembros cuya moneda no es el euro que participen sobre una base ad hoc, paralelamente al MEDE, en una operación de asistencia financiera en favor de Estados miembros de la zona del euro también estarán invitados a participar, en calidad de observadores, en las reuniones del Consejo de Administración en las que se traten dicha asistencia financiera y su seguimiento.

4. Otras personas, incluyendo representantes de instituciones o de organizaciones, podrán ser invitados puntualmente por el Consejo de Gobernadores a asistir a reuniones en calidad de observadores.

5. El Consejo de Administración adoptará sus decisiones por mayoría cualificada, salvo disposición en contrario del presente Tratado. Las decisiones que deban tomarse por delegación del Consejo de Gobernadores se adoptarán de conformidad con las reglas de votación pertinentes establecidas en el artículo 5, apartados 6 y 7.

6. Sin perjuicio de las competencias del Consejo de Gobernadores especificadas en el artículo 5, el Consejo de Administración velará por que el MEDE sea gestionado de conformidad con el presente Tratado y con los estatutos del MEDE aprobados por el Consejo de Gobernadores. Adoptará las decisiones previstas en el presente Tratado o que le hayan sido delegadas por el Consejo de Gobernadores.

7. Toda vacante que se produzca en el Consejo de Administración será cubierta inmediatamente de conformidad con el apartado 1.

8. El Consejo de Gobernadores establecerá qué actividades son incompatibles con las obligaciones de un administrador o de un administrador suplente, los estatutos del MEDE y el reglamento interno del Consejo de Administración.

## ARTÍCULO 7

### Director Ejecutivo

1. El Director Ejecutivo será nombrado por el Consejo de Gobernadores de entre candidatos que posean la nacionalidad de un miembro del MEDE, una experiencia internacional adecuada y un elevado nivel de competencia en el ámbito económico y financiero. Durante su mandato, el Director Ejecutivo no podrá ejercer la función de gobernador o administrador, ni de suplente de estos.

2. El mandato del Director Ejecutivo tendrá una duración de cinco años. Este mandato podrá renovarse una vez. No obstante, el Director Ejecutivo podrá ser cesado de sus funciones cuando el Consejo de Gobernadores así lo decida.

3. El Director Ejecutivo presidirá las reuniones del Consejo de Administración y participará en las reuniones del Consejo de Gobernadores.

4. El Director Ejecutivo será el jefe del personal del MEDE. Será responsable de la organización, nombramiento y cese de los miembros del personal de conformidad con el estatuto del personal adoptado por el Consejo de Administración.

5. El Director Ejecutivo será el representante legal del MEDE y gestionará los asuntos corrientes del MEDE bajo la dirección del Consejo de Administración.

## CAPÍTULO 3

### CAPITAL

## ARTÍCULO 8

### Capital autorizado

1. El capital autorizado ascenderá a 700.000 millones de euros. Estará dividido en siete millones de acciones, cada una con un valor nominal de 100.000 euros, que podrán suscribirse según la clave de contribución inicial prevista en el artículo 11 y calculada en el anexo I.

2. El capital autorizado estará compuesto por acciones desembolsadas y por acciones exigibles. El valor nominal total inicial de las acciones desembolsadas se elevará a 80.000 millones de euros. Las acciones del capital autorizado inicialmente suscritas se emitirán a la par. Las otras acciones se emitirán a la par, a menos que el Consejo de Gobernadores decida emitir las en circunstancias especiales en otros términos.

3. Las acciones del capital autorizado no podrán de ningún modo estar gravadas con cargas ni pignoras y no serán

transferibles, con excepción de las transferencias destinadas a aplicar ajustes de la clave de contribución prevista en el artículo 11 en la medida necesaria para garantizar que la distribución de las acciones corresponde a la clave ajustada.

4. Los miembros del MEDE se comprometen irrevocable e incondicionalmente a aportar su contribución al capital autorizado, de conformidad con su clave de contribución definida en el anexo I. Responderán oportunamente a todos los requerimientos de capital, de conformidad con las condiciones establecidas en el presente Tratado.

5. La responsabilidad de cada miembro del MEDE estará limitada, en todos los casos, a su parte en el capital autorizado a precio de emisión. Ningún miembro del MEDE podrá ser considerado responsable, en virtud de su adhesión al MEDE, de las obligaciones contraídas por el MEDE. Las obligaciones de un miembro del MEDE de contribuir al capital autorizado de conformidad con el presente Tratado no se verán afectadas por el hecho de que dicho miembro del MEDE pueda beneficiarse o se beneficie de la asistencia financiera del MEDE.

## ARTÍCULO 9

### Requerimientos de capital

1. El Consejo de Gobernadores podrá requerir en cualquier momento el capital autorizado no desembolsado y fijar un plazo apropiado para su desembolso por los miembros del MEDE.

2. El Consejo de Administración podrá decidir, por mayoría simple, requerir el capital autorizado no desembolsado para restablecer el nivel del capital desembolsado si, debido a la absorción de pérdidas, su importe fuera inferior al establecido en el artículo 8, apartado 2, que podrá ser modificado por el Consejo de Administración con arreglo al procedimiento contemplado en el artículo 10, y fijar un plazo apropiado para su desembolso por los miembros del MEDE.

3. El Director Ejecutivo reclamará oportunamente el capital autorizado no desembolsado si esto fuera necesario para evitar que el MEDE incumpla eventuales obligaciones de pago, programadas o de otro tipo, frente a sus acreedores. El Director Ejecutivo informará al Consejo de Administración y al Consejo de Gobernadores de tal decisión. Cuando se detecte una falta potencial de fondos del MEDE, el Director Ejecutivo procederá lo antes posible a dicho requerimiento de capital a fin de garantizar que el MEDE disponga de fondos suficientes para reembolsar a sus acreedores en el plazo previsto. Los miembros del MEDE se comprometerán irrevocable e incondicionalmente a desembolsar, dentro de los siete días desde su recepción, cualquier requerimiento de capital que les haga el Director Ejecutivo en virtud del presente apartado.

4. El Consejo de Administración adoptará los términos y las condiciones particulares aplicables a los requerimientos de capital en virtud del presente artículo.

## ARTÍCULO 10

### Modificaciones del capital autorizado

1. El Consejo de Gobernadores revisará periódicamente y al menos cada cinco años el volumen de préstamo máximo y la adecuación del capital autorizado del MEDE. Podrá decidir cambiar el importe del capital autorizado y modificar el artículo 8 y el anexo II en consecuencia. Esta decisión entrará en vigor una vez que los miembros del MEDE hayan notificado al depositario la finalización de sus procedimientos nacionales aplicables. Las nuevas acciones se asignarán a los miembros del MEDE con arreglo a la clave de contribución prevista en el artículo 11 y en el anexo I.

2. El Consejo de Administración adoptará los términos y condiciones particulares aplicables a toda modificación del capital realizada en virtud del apartado 1.

3. En caso de adhesión de un Estado miembro de la Unión Europea al MEDE, el capital autorizado del MEDE se aumentará automáticamente multiplicando los importes respectivos existentes en ese momento por el coeficiente, dentro de la clave de contribución ajustada prevista en el artículo 11, entre la ponderación atribuida al nuevo miembro del MEDE y la asignada a los miembros del MEDE existentes.

## ARTÍCULO 11

### Clave de contribución

1. A reserva de lo dispuesto en los apartados 2 y 3, la clave de distribución para la suscripción de capital autorizado del MEDE se basará en la clave de contribución de los bancos centrales nacionales de los miembros del MEDE para la suscripción de capital del BCE, determinada de conformidad con el artículo 29 del Protocolo nº 4 sobre los Estatutos del Sistema Europeo de Bancos Centrales y del Banco Central Europeo («Estatutos del SEBC»), anejo al Tratado de la Unión Europea y al TFUE.

2. La clave de contribución para la suscripción de capital autorizado del MEDE figura en el anexo I.

3. La clave de contribución para la suscripción de capital autorizado del MEDE se ajustará:

a) cuando un Estado miembro de la Unión Europea pase a ser un nuevo miembro del MEDE, con el consiguiente aumento automático del capital autorizado del MEDE, según lo dispuesto en el artículo 10, apartado 3; o

b) al término de la corrección temporal aplicable a un miembro del MEDE por un período de doce años establecida de conformidad con el artículo 42.

4. El Consejo de Gobernadores podrá decidir tener en cuenta las eventuales actualizaciones de la clave de

contribución para la suscripción de capital del BCE contemplada en el apartado 1 cuando la clave de contribución se ajuste de conformidad con el apartado 3 o cuando se modifique el importe del capital autorizado, según lo dispuesto en el artículo 10, apartado 1.

5. Cuando se modifique la clave de contribución para la suscripción de capital autorizado del MEDE, los miembros del MEDE transferirán entre ellos las acciones del capital autorizado en la medida necesaria para garantizar que su distribución se corresponda con la clave ajustada.

6. El anexo I se modificará por decisión del Consejo de Gobernadores con ocasión de cualquier ajuste contemplado en el presente artículo.

7. El Consejo de Administración adoptará cualesquiera otras medidas necesarias para la aplicación del presente artículo.

## CAPÍTULO 4

### OPERACIONES

## ARTÍCULO 12

### Principios

1. Si fuera indispensable para salvaguardar la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto y de sus Estados miembros, el MEDE podrá proporcionar apoyo a la estabilidad a un miembro del MEDE sujeto a estricta condicionalidad, adaptada al instrumento de asistencia financiera elegido. Dicha condicionalidad podrá adoptar diversas formas, desde un programa de ajuste macroeconómico hasta una obligación de cumplimiento continuo de las condiciones de elegibilidad preestablecidas.

2. Sin perjuicio de lo establecido en el artículo 19, el apoyo a la estabilidad del MEDE podrá concederse mediante los instrumentos previstos en los artículos 14 a 18.

3. A partir del 1 de enero de 2013, se incluirán cláusulas de acción colectiva en todos los nuevos títulos de deuda soberana con vencimiento superior a un año de Estados miembros de la zona del euro, de un modo que asegure que sus efectos jurídicos sean idénticos.

## ARTÍCULO 13

### Procedimiento de concesión de apoyo a la estabilidad

1. Los miembros del MEDE podrán dirigir una solicitud de apoyo a la estabilidad al presidente del Consejo de Gobernadores. Dicha solicitud deberá indicar el instrumento o instrumentos de asistencia financiera que habrán de considerarse. Tras la recepción de dicha solicitud, el presidente del Consejo de Gobernadores encomendará a la Comisión Europea, en coordinación con el BCE:

a) evaluar la existencia de un riesgo para la estabilidad financiera de la zona del euro en su conjunto o de sus Estados miembros, a menos que el BCE ya haya presentado un análisis en virtud del artículo 18, apartado 2;

b) evaluar la sostenibilidad de la deuda pública. Siempre que ello sea adecuado y posible, dicha evaluación deberá realizarse conjuntamente con el FMI;

c) evaluar las necesidades reales o potenciales de financiación del miembro del MEDE en cuestión.

2. Sobre la base de la solicitud del miembro del MEDE y de la evaluación a que se hace referencia en el apartado 1, el Consejo de Gobernadores podrá decidir conceder, en principio, apoyo a la estabilidad al miembro del MEDE en cuestión mediante un instrumento de asistencia financiera.

3. Si se adopta una decisión en virtud del apartado 2, el Consejo de Gobernadores encomendará a la Comisión Europea negociar con el miembro del MEDE en cuestión –en coordinación con el BCE y, cuando ello sea posible, conjuntamente con el FMI– un Memorándum de Entendimiento en el que se defina con precisión la condicionalidad asociada al instrumento de asistencia financiera. El contenido del Memorándum de Entendimiento reflejará la gravedad de las deficiencias que habrá que abordar y el instrumento de asistencia financiera elegido. Paralelamente, el Director Ejecutivo del MEDE preparará una propuesta de acuerdo de servicio de asistencia financiera para su aprobación por el Consejo de Gobernadores, la cual incluirá los términos financieros y las condiciones y los instrumentos elegidos.

El Memorándum de Entendimiento será plenamente compatible con las medidas de coordinación de la política económica previstas en el TFUE, en particular con cualquier acto del Derecho de la Unión Europea, incluido cualquier dictamen, advertencia, recomendación o decisión que se haya dirigido al miembro del MEDE en cuestión.

4. La Comisión Europea firmará el Memorándum de Entendimiento en nombre del MEDE, a condición de que cumpla las condiciones establecidas en el apartado 3 y haya sido aprobado por el Consejo de Gobernadores.

5. El Consejo de Administración aprobará el acuerdo de servicio de asistencia financiera, especificando los aspectos financieros del apoyo a la estabilidad que se ha de conceder y, en su caso, el desembolso de su primer tramo.

6. El MEDE establecerá un sistema de alerta apropiado para garantizar que recibe a su debido tiempo cualquier reembolso de las sumas concedidas a sus miembros en el marco del apoyo a la estabilidad.

7. La Comisión Europea –en coordinación con el BCE y, cuando ello sea posible, conjuntamente con el FMI– velará por el cumplimiento de la condicionalidad asociada al instrumento de asistencia financiera.

## ARTÍCULO 14

### Asistencia financiera precautoria del MEDE

1. El Consejo de Gobernadores podrá decidir conceder asistencia financiera precautoria mediante una línea de crédito precautoria condicionada o mediante una línea de crédito con condicionalidad reforzada de conformidad con el artículo 12, apartado 1.

2. La condicionalidad asociada a la asistencia financiera precautoria del MEDE se especificará en el Memorándum de Entendimiento, de conformidad con el artículo 13, apartado 3.

3. Los términos financieros y las condiciones de la asistencia financiera precautoria del MEDE se especificarán en un acuerdo de servicio de asistencia financiera precautoria, que habrá de firmar el Director Ejecutivo.

4. El Consejo de Administración adoptará las directrices detalladas en relación con las reglas de ejecución de la asistencia financiera precautoria del MEDE.

5. El Consejo de Administración, a propuesta del Director Ejecutivo, y tras haber recibido un informe de la Comisión Europea de conformidad con el artículo 13, apartado 7, decidirá, de común acuerdo, si debe mantenerse la línea de crédito.

6. Una vez que el miembro del MEDE haya recibido fondos por primera vez (por medio de un préstamo o de una adquisición en el mercado primario), el Consejo de Administración, a propuesta del Director Ejecutivo y sobre la base de una evaluación realizada por la Comisión Europea, decidirá, de común acuerdo y en coordinación con el BCE, si la línea de crédito sigue siendo apropiada o si se necesita otra forma de asistencia financiera.

## ARTÍCULO 15

### Asistencia financiera para la recapitalización de las entidades financieras de un miembro del MEDE

1. El Consejo de Gobernadores podrá decidir la concesión de asistencia financiera mediante préstamos a un miembro del MEDE con la finalidad específica de recapitalizar las entidades financieras de dicho miembro del MEDE.

2. La condicionalidad asociada a la asistencia financiera para la recapitalización de las entidades financieras de un miembro del MEDE deberá especificarse en el Memorándum de Entendimiento, de conformidad con el artículo 13, apartado 3.

3. Sin perjuicio de los artículos 107 y 108 del TFUE, los términos financieros y las condiciones de la asistencia financiera para la recapitalización de las entidades financieras de un miembro del MEDE deberán especificarse en un acuerdo

de servicio de asistencia financiera, que habrá de firmar el Director Ejecutivo.

4. El Consejo de Administración adoptará las directrices detalladas en relación con las reglas de ejecución de la asistencia financiera para la recapitalización de las entidades financieras de un miembro del MEDE.

5. En su caso, el Consejo de Administración, a propuesta del Director Ejecutivo y tras haber recibido un informe de la Comisión Europea, de conformidad con el artículo 13, apartado 7, decidirá, de común acuerdo, el desembolso de los tramos de la asistencia financiera siguientes al primero.

#### ARTÍCULO 16

##### Préstamos del MEDE

1. El Consejo de Gobernadores podrá decidir conceder asistencia financiera en forma de préstamo a un miembro del MEDE, de conformidad con el artículo 12.

2. La condicionalidad asociada a los préstamos del MEDE deberá incluirse en un programa de ajuste macroeconómico definido con precisión en el Memorándum de Entendimiento, de conformidad con el artículo 13, apartado 3.

3. Los términos financieros y las condiciones de cada préstamo del MEDE se especificarán en un acuerdo de servicio de asistencia financiera, que habrá de firmar el Director Ejecutivo.

4. El Consejo de Administración adoptará las directrices detalladas en relación con las reglas de ejecución de los préstamos del MEDE.

5. El Consejo de Administración, a propuesta del Director Ejecutivo y tras haber recibido un informe de la Comisión Europea, de conformidad con el artículo 13, apartado 7, decidirá, de común acuerdo, el desembolso de los tramos de la asistencia financiera siguientes al primero.

#### ARTÍCULO 17

##### Instrumento de apoyo del mercado primario

1. El Consejo de Gobernadores podrá disponer la adquisición de títulos de deuda soberana emitidos por un miembro del MEDE en el mercado primario, de conformidad con el artículo 12 y con el objetivo de maximizar la rentabilidad de la asistencia financiera.

2. La condicionalidad asociada al instrumento de apoyo del mercado primario deberá exponerse con precisión en el Memorándum de Entendimiento, de conformidad con el artículo 13, apartado 3.

3. Los términos financieros y las condiciones para la adquisición de los títulos de deuda soberana se especificarán en

un acuerdo de servicio de asistencia financiera, que habrá de firmar el Director Ejecutivo.

4. El Consejo de Administración adoptará las directrices detalladas en relación con las reglas de ejecución del instrumento de apoyo del mercado primario.

5. El Consejo de Administración, a propuesta del Director Ejecutivo y tras haber recibido un informe de la Comisión Europea, de conformidad con el artículo 13, apartado 7, decidirá, de común acuerdo, el desembolso de la asistencia financiera en favor de un Estado miembro beneficiario mediante operaciones en el mercado primario.

#### ARTÍCULO 18

##### Instrumento de apoyo del mercado secundario

1. El Consejo de Administración podrá disponer la realización de operaciones en el mercado secundario en relación con los títulos de deuda soberana de un miembro del MEDE de conformidad con el artículo 12, apartado 1.

2. Las decisiones relativas a una intervención en el mercado secundario para evitar el contagio se adoptarán partiendo de un análisis del BCE en el que se reconozca la existencia de circunstancias excepcionales en el mercado financiero y de riesgos para la estabilidad financiera.

3. La condicionalidad asociada al instrumento de apoyo del mercado secundario deberá exponerse con precisión en el Memorándum de Entendimiento, de conformidad con el artículo 13, apartado 3.

4. Los términos financieros y las condiciones en los que se llevarán a cabo las operaciones en el mercado secundario se especificarán en un acuerdo de servicio de asistencia financiera, que habrá de firmar el Director Ejecutivo.

5. El Consejo de Administración adoptará las directrices detalladas en relación con las reglas de ejecución del instrumento de apoyo del mercado secundario.

6. El Consejo de Administración, a propuesta del Director Ejecutivo, decidirá, de común acuerdo, el inicio de las operaciones en el mercado secundario.

#### ARTÍCULO 19

##### Revisión de la lista de instrumentos de asistencia financiera

El Consejo de Gobernadores podrá revisar la lista de instrumentos de asistencia financiera contemplada en los artículos 14 a 18 y decidir la introducción de cambios en la misma.

## ARTÍCULO 20

### Política de fijación de tipos de interés

1. Al conceder apoyo a la estabilidad, el MEDE procurará cubrir totalmente sus costes de financiación y funcionamiento, incluyendo un margen adecuado.

2. Para todos los instrumentos de asistencia financiera, la fijación de los tipos de interés se expondrá con precisión en directrices que serán adoptadas por el Consejo de Gobernadores.

3. La política de fijación de los tipos de interés podrá ser revisada por el Consejo de Gobernadores.

## ARTÍCULO 21

### Operaciones de empréstito

1. Para la realización de su cometido, el MEDE estará autorizado a tomar fondos prestados de los bancos, entidades financieras u otras personas o entidades en el mercado de capitales.

2. Las normas sobre las operaciones de empréstito serán determinadas por el Director Ejecutivo, de conformidad con las directrices detalladas que adoptará el Consejo de Administración.

3. El MEDE utilizará instrumentos adecuados de gestión del riesgo, que revisará periódicamente el Consejo de Administración.

## CAPÍTULO 5

### GESTIÓN FINANCIERA

## ARTÍCULO 22

### Política de inversión

1. El Director Ejecutivo aplicará una política de inversión prudente del MEDE, a fin de garantizar su máxima solvencia, de conformidad con las directrices que adoptará, y revisará periódicamente, el Consejo de Administración. El MEDE estará facultado a utilizar una parte del rendimiento de su cartera de inversión para cubrir sus costes de funcionamiento y administrativos.

2. Las operaciones del MEDE cumplirán los principios de buena gestión financiera y de gestión de riesgos.

## ARTÍCULO 23

### Política de dividendos

1. El Consejo de Administración podrá decidir, por mayoría simple, distribuir un dividendo a los miembros del MEDE si

el importe del capital desembolsado y el fondo de reserva superan el nivel requerido por el MEDE para mantener su capacidad de préstamo y si el producto de la inversión no es necesario para evitar una falta de fondos a la hora de reembolsar a los acreedores. Los dividendos se distribuirán en proporción a las contribuciones al capital desembolsado, teniendo en cuenta el eventual pago adelantado contemplado en el artículo 41, apartado 3.

2. En la medida en que el MEDE no haya proporcionado asistencia financiera a uno de sus miembros, el producto de la inversión del capital desembolsado del MEDE se reintegrará a los miembros del MEDE en función de sus respectivas contribuciones al mismo, previa deducción de los costes de funcionamiento, a condición de que la capacidad efectiva de préstamo fijada como objetivo esté plenamente disponible.

3. El Director Ejecutivo aplicará la política de dividendos del MEDE conforme a las directrices adoptadas por el Consejo de Administración.

## ARTÍCULO 24

### Reserva y otros fondos

1. El Consejo de Gobernadores establecerá un fondo de reserva y, en su caso, otros fondos.

2. Sin perjuicio del artículo 23, los ingresos netos generados por las operaciones del MEDE y el producto de las sanciones financieras impuestas a los miembros del MEDE en el marco del procedimiento de supervisión multilateral, del procedimiento de déficit excesivo y del procedimiento relativo a los desequilibrios macroeconómicos establecidos en el TFUE se consignarán separadamente en un fondo de reserva.

3. Los recursos del fondo de reserva se invertirán de conformidad con las directrices que adoptará el Consejo de Administración.

4. El Consejo de Administración adoptará las normas que puedan ser necesarias para el establecimiento, administración y utilización de otros fondos.

## ARTÍCULO 25

### Cobertura de pérdidas

1. Las pérdidas derivadas de las operaciones del MEDE se cubrirán:

a) en primer lugar, con el fondo de reserva;

b) en segundo lugar, con el capital desembolsado; y

c) por último, con un importe adecuado de capital no desembolsado autorizado, que se exigirá de conformidad con el artículo 9, apartado 3.

2. Si un miembro del MEDE no efectúa el pago requerido en virtud de un requerimiento de capital conforme al artículo 9, apartados 2 y 3, se dirigirá a todos los miembros del MEDE un requerimiento de capital revisado al alza, con vistas a garantizar que éste reciba en su totalidad el capital desembolsado necesario. El Consejo de Gobernadores decidirá la línea de actuación a seguir para garantizar que el miembro del MEDE en cuestión liquide su deuda con el MEDE en un plazo de tiempo razonable. El Consejo de Gobernadores estará facultado para exigir el pago de intereses de demora sobre el importe vencido.

3. Cuando un miembro del MEDE liquide su deuda con el MEDE según lo estipulado en el apartado 2, el capital excedente se reintegrará a los demás miembros del MEDE de conformidad con las normas que adoptará el Consejo de Gobernadores.

#### ARTÍCULO 26

##### Presupuesto

El Consejo de Administración aprobará anualmente el presupuesto del MEDE.

#### ARTÍCULO 27

##### Cuentas anuales

1. El Consejo de Gobernadores aprobará las cuentas anuales del MEDE.

2. El MEDE publicará un informe anual que contenga un estado de cuentas auditado y transmitirá a sus miembros, cada tres meses, un resumen de su situación financiera y una cuenta de pérdidas y ganancias que muestre los resultados de sus operaciones.

#### ARTÍCULO 28

##### Auditoría interna

Se establecerá una función de auditoría interna conforme a las normas internacionales.

#### ARTÍCULO 29

##### Auditoría externa

Las cuentas del MEDE serán auditadas por auditores externos independientes que hayan recibido la aprobación del Consejo de Gobernadores y a los que corresponderá certificar las declaraciones financieras anuales. Los auditores externos dispondrán de plenas facultades para examinar todos los libros y la contabilidad del MEDE y obtener toda la información relativa a sus operaciones.

#### ARTÍCULO 30

##### Comité de Auditores

1. El Comité de Auditores estará compuesto por cinco miembros de reconocida competencia en materia de auditoría y asuntos financieros nombrados por el Consejo de Gobernadores e incluirá dos miembros de los órganos supremos de auditoría de los miembros del MEDE —sometidos a rotación entre sí— y uno del Tribunal de Cuentas Europeo.

2. Los miembros del Comité de Auditores serán independientes. No pedirán ni seguirán instrucciones de los órganos de gobierno del MEDE, de los miembros del MEDE ni de ningún otro organismo público o privado.

3. El Comité de Auditores elaborará auditorías independientes, inspeccionará las cuentas del MEDE y verificará que las cuentas de resultados y el balance son correctos. Tendrá pleno acceso a todo documento del MEDE necesario para la realización de su cometido.

4. El Comité de Auditores podrá informar en todo momento al Consejo de Administración acerca de sus constataciones. Elaborará un informe anual destinado al Consejo de Gobernadores.

5. El Consejo de Gobernadores pondrá el informe anual a disposición de los Parlamentos nacionales y los órganos supremos de auditoría de los miembros del MEDE y del Tribunal de Cuentas Europeo.

6. Cualesquiera otras cuestiones relativas al presente artículo deberán tratarse en detalle en los estatutos del MEDE.

#### CAPÍTULO 6

##### DISPOSICIONES GENERALES

#### ARTÍCULO 31

##### Lugar de establecimiento

1. El MEDE tendrá su sede y oficina principal en Luxemburgo.

2. El MEDE podrá establecer una oficina de enlace en Bruselas.

#### ARTÍCULO 32

##### Estatuto jurídico, privilegios e inmunidades

1. A fin de permitir al MEDE cumplir su finalidad, el estatuto jurídico y los privilegios e inmunidades establecidos en el presente artículo se reconocerán al MEDE en el territorio de cada uno de sus miembros. El MEDE procurará obtener el reconocimiento de su estatuto jurídico y de sus privilegios e inmunidades en los otros territorios en los que desarrolle sus funciones o posea activos.

2. El MEDE estará dotado de personalidad jurídica y tendrá plena capacidad jurídica para:

- a) adquirir y enajenar bienes muebles e inmuebles;
- b) celebrar contratos;
- c) ser parte en procedimientos administrativos, judiciales, extrajudiciales o de cualquier otra naturaleza; y
- d) celebrar un acuerdo de sede y/o protocolos según sea necesario para garantizar que su estatuto jurídico y sus privilegios e inmunidades son reconocidos y aplicados.

3. El MEDE, sus bienes, sus recursos financieros y sus activos, dondequiera que estuvieren localizados y cualesquiera que fueren sus poseedores, gozarán de inmunidad frente a cualquier forma de procedimiento judicial, excepto en la medida en que el MEDE renuncie expresamente a dicha inmunidad para un procedimiento o contrato determinado, incluida la documentación relativa a los instrumentos de financiación.

4. Los bienes, los recursos financieros y los activos del MEDE, dondequiera que estuvieren localizados y cualesquiera que fueren sus poseedores, no podrán ser objeto de investigación, requisa, confiscación, expropiación o cualquier otra forma de embargo, incautación o ejecución resultante de una acción ejecutiva, judicial, administrativa o legislativa.

5. Los archivos del MEDE y todos los documentos que le pertenezcan o estén en su posesión serán inviolables.

6. Los locales del MEDE serán inviolables.

7. Cada Estado miembro del MEDE y cada Estado que haya reconocido el estatuto jurídico y los privilegios e inmunidades del MEDE concederán a las comunicaciones oficiales del MEDE el mismo trato que otorgan a las comunicaciones oficiales de un miembro del MEDE.

8. En la medida en que sea necesario para llevar a cabo las actividades contempladas en el presente Tratado, los bienes, los recursos financieros y los activos del MEDE estarán exentos de restricciones, regulaciones, medidas de control y moratorias de cualquier naturaleza.

9. El MEDE quedará exento de cualquier exigencia de autorización o licencia aplicable a las entidades de crédito, a los prestadores de servicios de inversión o a otras entidades autorizadas, aprobadas o reguladas de conformidad con la legislación de los miembros del MEDE.

#### ARTÍCULO 33

##### Personal del MEDE

El Consejo de Administración establecerá las condiciones laborales del Director Ejecutivo y del resto del personal del MEDE.

#### ARTÍCULO 34

##### Secreto profesional

Los miembros o antiguos miembros del Consejo de Gobernadores y del Consejo de Administración y cualesquiera otras personas que trabajen o hayan trabajado para el MEDE o en actividades relacionadas con el MEDE no divulgarán información que esté sometida a la obligación de secreto profesional. Estarán obligados, incluso después de haber cesado en sus cargos, a no divulgar información que, por su naturaleza, esté amparada por el secreto profesional.

#### ARTÍCULO 35

##### Inmunidad de las personas

1. En interés del MEDE, el presidente del Consejo de Gobernadores, los gobernadores, los gobernadores suplentes, los administradores, los administradores suplentes, así como el Director Ejecutivo y los demás miembros del personal gozarán de inmunidad de jurisdicción en relación con las acciones que realicen en el desempeño de sus funciones oficiales y disfrutarán de inviolabilidad de todos sus escritos y documentos oficiales.

2. El Consejo de Gobernadores podrá levantar, en la medida y en las condiciones que determine, cualquiera de las inmunidades conferidas en virtud del presente artículo en relación con el presidente del Consejo de Gobernadores, un gobernador, un gobernador suplente, un administrador, un administrador suplente o el Director Ejecutivo.

3. El Director Ejecutivo podrá levantar la inmunidad de los miembros del personal del MEDE, salvo de él mismo.

4. Cada miembro del MEDE adoptará diligentemente las medidas necesarias a fin de dar cumplimiento en su propia legislación a lo dispuesto en el presente artículo e informará al MEDE en consecuencia.

#### ARTÍCULO 36

##### Inmunidad fiscal

1. Dentro del ámbito de sus actividades oficiales, el MEDE, sus activos, sus ingresos y sus bienes y sus operaciones y transacciones autorizadas por el presente Tratado estarán exentos de cualesquiera impuestos directos.

2. Los miembros del MEDE adoptarán, siempre que les sea posible, las disposiciones apropiadas para la remisión o el reembolso de los derechos indirectos y de los impuestos sobre la venta incluidos en los precios de los bienes muebles o inmuebles cuando el MEDE realice, para su uso oficial, compras importantes cuyo precio comprenda derechos e impuestos de esta naturaleza.

3. No se concederá exoneración alguna respecto de impuestos, tasas y derechos que constituyan una simple remuneración de servicios de utilidad pública.

4. Los bienes importados por el MEDE y necesarios para el ejercicio de sus actividades oficiales estarán exentos de derechos de importación e impuestos y de cualquier prohibición o restricción a la importación.

5. El personal del MEDE estará sujeto a un impuesto interno en beneficio del MEDE sobre los salarios y emolumentos pagados por el MEDE, que se regirá por las normas que adoptará el Consejo de Gobernadores. A partir de la fecha de aplicación de este impuesto, dichos salarios y emolumentos quedarán exentos de todo impuesto nacional sobre la renta.

6. Estarán exentas de todo impuesto las obligaciones o títulos emitidos por el MEDE, así como sus intereses o dividendos, quienquiera que sea el tenedor, si:

a) el impuesto constituye una discriminación contra dicha obligación o título únicamente por razón de su origen, o

b) la única base jurisdiccional del impuesto es el lugar o la moneda en que se hayan emitido, sean pagaderos o hayan sido pagados, o la ubicación de cualquier oficina o dependencia que el MEDE tenga.

#### ARTÍCULO 37

##### Interpretación y resolución de controversias

1. Cualquier cuestión relativa a la interpretación o aplicación de las disposiciones del presente Tratado y de los estatutos del MEDE que se suscite entre cualquier miembro y el MEDE, o entre miembros del MEDE, se someterá al Consejo de Administración para decisión.

2. El Consejo de Gobernadores decidirá de cualquier controversia entre un miembro del MEDE y el MEDE, o entre miembros del MEDE, respecto de la interpretación y aplicación del presente Tratado, incluida cualquier controversia sobre la compatibilidad de las decisiones adoptadas por el MEDE con el presente Tratado. El derecho de voto del miembro o miembros del Consejo de Gobernadores que fueran parte en una controversia quedará en suspenso cuando el Consejo de Gobernadores proceda a una votación sobre dicha decisión y el umbral de votos necesarios para la adopción de la decisión se recalculará en consecuencia.

3. Si un miembro del MEDE recurre la decisión a que se refiere el apartado 2, el asunto se someterá al Tribunal de Justicia de la Unión Europea. La sentencia del Tribunal de Justicia de la Unión Europea será vinculante para las Partes en el procedimiento, que adoptarán las medidas necesarias para dar cumplimiento a la misma dentro del período que fijará dicho Tribunal.

#### ARTÍCULO 38

##### Cooperación internacional

El MEDE estará facultado, a fin de cumplir sus objetivos, a cooperar en los términos del presente Tratado con el FMI, los Estados que proporcionen asistencia financiera a un miembro del MEDE de forma ad hoc y las entidades u organizaciones internacionales que tengan competencias específicas en ámbitos afines.

#### CAPÍTULO 7

##### DISPOSICIONES TRANSITORIAS

#### ARTÍCULO 39

##### Relación con la capacidad de préstamo de la FEEF

Durante el período transitorio, comprendido entre la entrada en vigor del presente Tratado y la completa extinción de la FEEF, la capacidad de préstamo global del MEDE y de la FEEF no excederá de 500.000 millones de euros, sin perjuicio de una revisión periódica de la adecuación del volumen máximo de préstamo de conformidad con el artículo 10. El Consejo de Administración adoptará las directrices detalladas relativas al cálculo de la capacidad de compromiso futura a fin de garantizar que no se supere el límite máximo de préstamo global.

#### ARTÍCULO 40

Transferencia de las asistencias financieras concedidas por la FEEF

1. No obstante lo dispuesto en el artículo 13, el Consejo de Gobernadores podrá decidir que los compromisos de la FEEF de proporcionar asistencia financiera a un miembro del MEDE conforme al acuerdo con este miembro sean asumidos por el MEDE en la medida en que dichos compromisos se deriven de tramos de préstamo no desembolsados y no financiados.

2. Si es autorizado por su Consejo de Gobernadores, el MEDE podrá adquirir los derechos y asumir las obligaciones de la FEEF, en particular respecto de la totalidad o parte de sus derechos y obligaciones pendientes en relación con sus préstamos en vigor.

3. El Consejo de Gobernadores adoptará las disposiciones específicas necesarias que permitan efectuar la transferencia de las obligaciones de la FEEF al MEDE a que se hace referencia en el apartado 1 y las transferencias de derechos y obligaciones descritas en el apartado 2.

#### ARTÍCULO 41

##### Pago del capital inicial

1. Sin perjuicio del apartado 2, el pago de las acciones desembolsadas inicialmente suscritas por cada miembro del

MEDE se efectuará en cinco tramos anuales del 20 % cada uno del importe total. El primer tramo será desembolsado por cada miembro del MEDE en el plazo de 15 días tras la fecha de entrada en vigor del presente Tratado. Los cuatro tramos restantes serán exigibles en las fechas correspondientes al primer, segundo, tercer y cuarto aniversario del pago del primer tramo, respectivamente.

2. Durante el período de cinco años en el que se realizará la aportación del capital en tramos, los miembros del MEDE acelerarán el pago de las acciones desembolsadas, con tiempo suficiente antes de la fecha de emisión, con objeto de mantener un ratio mínimo del 15 % entre el capital desembolsado y el saldo vivo de las emisiones del MEDE y garantizarán una capacidad mínima de préstamo combinado del MEDE y de la FEEF de 500.000 millones de euros.

3. Un miembro del MEDE podrá decidir efectuar un pago adelantado de su parte de capital desembolsado.

#### ARTÍCULO 42

##### Corrección temporal de la clave de contribución

1. Inicialmente, los Estados miembros del MEDE suscribirán el capital autorizado sobre la base de la clave de contribución inicial especificada en el anexo I. La corrección temporal incluida en esta clave de contribución inicial será aplicable durante un período de doce años tras la fecha de adopción del euro por el miembro del MEDE en cuestión.

2. Si el producto interior bruto (PIB) per cápita a precios de mercado, en euros, de un nuevo miembro del MEDE en el año inmediatamente anterior a su adhesión al MEDE, es inferior al 75 % de la media del PIB per cápita a precios de mercado de la Unión Europea, su cuota para la suscripción del capital autorizado del MEDE, determinada de conformidad con el artículo 10, gozará de una corrección temporal y será la suma del:

a) 25 % de la parte que el banco central nacional de dicho miembro del MEDE tenga en el capital del BCE, determinada de conformidad con el artículo 29 de los Estatutos del SEBC; y

b) 75 % de la parte de ese miembro del MEDE en la renta nacional bruta (RNB) a precios de mercado, en euros, de la zona del euro registrada el año inmediatamente anterior a su adhesión al MEDE.

Los porcentajes contemplados en las letras a) y b) se redondearán al alza o a la baja al múltiplo más próximo de 0,0001 %. Los datos estadísticos tenidos en cuenta serán los publicados por Eurostat.

3. La corrección temporal contemplada en el apartado 2 será aplicable durante un período de doce años tras la fecha de adopción del euro por el miembro del MEDE en cuestión.

4. Como consecuencia de la corrección temporal de la clave de contribución, la proporción pertinente de las acciones asignadas a un miembro del MEDE en virtud del apartado 2 se redistribuirán entre los miembros del MEDE que no disfruten de una corrección temporal sobre la base de su participación en el capital del BCE, determinada de conformidad con el artículo 29 de los Estatutos del SEBC, existente inmediatamente antes de la emisión de las acciones correspondientes al nuevo miembro del MEDE.

#### ARTÍCULO 43

##### Primeros nombramientos

1. Cada miembro del MEDE nombrará a su gobernador y a su gobernador suplente en el plazo de dos semanas tras la entrada en vigor del presente Tratado.

2. El Consejo de Gobernadores nombrará al Director Ejecutivo y cada gobernador nombrará a un administrador y a un administrador suplente en el plazo de dos meses tras la entrada en vigor del presente Tratado.

#### CAPÍTULO 8

##### DISPOSICIONES FINALES

#### ARTÍCULO 44

##### Adhesión

El presente Tratado queda abierto a la adhesión de los demás Estados miembros de la Unión Europea de conformidad con el artículo 2, presentando su solicitud al MEDE una vez que el Consejo de la Unión Europea, de conformidad con el artículo 140, apartado 2, del TFUE, haya tomado la decisión de suprimir su excepción relativa a la adopción del euro. El Consejo de Gobernadores aprobará la solicitud de adhesión del nuevo miembro del MEDE y los aspectos técnicos de la misma, así como las adaptaciones a que habrá que someter el presente Tratado como consecuencia directa de la adhesión. Tras la aprobación de la solicitud de adhesión por el Consejo de Gobernadores, la adhesión de los nuevos miembros del MEDE tendrá lugar cuando se haga el depósito de los instrumentos de adhesión ante el depositario, quien notificará a los demás miembros del MEDE dicho depósito.

#### ARTÍCULO 45

##### Anexos

Los siguientes anexos del presente Tratado formarán parte integrante del mismo:

1) Anexo I: Clave de contribución del MEDE; y

2) Anexo II: Suscripciones del capital autorizado.

## ARTÍCULO 46

### Depósito

El presente Tratado será depositado ante la Secretaría General del Consejo de la Unión Europea («el depositario»), que transmitirá copias autenticadas a todos los signatarios.

## ARTÍCULO 47

### Ratificación, aprobación o aceptación

1. El presente Tratado será sometido a ratificación, aprobación o aceptación por sus signatarios. Los instrumentos de ratificación, aprobación o aceptación serán depositados ante el depositario.

2. El depositario notificará a los otros signatarios cada depósito y la fecha del mismo.

## ARTÍCULO 48

### Entrada en vigor

1. El presente Tratado entrará en vigor en la fecha en que los instrumentos de ratificación, aprobación o aceptación hayan sido depositados por un grupo de signatarios cuyas cuotas iniciales de suscripción representen globalmente como mínimo el 90 % del total de suscripciones indicado en el anexo II. Cuando proceda se adaptará la lista de miembros del MEDE. En tal caso, se recalculará la clave de contribución del anexo I, y se reducirán en consecuencia el total del capital autorizado indicado en el artículo 8, apartado 1, y en el anexo II y el valor nominal total inicial de las acciones desembolsadas indicado en el artículo 8, apartado 2.

2. Para cada signatario que deposite posteriormente sus instrumentos de ratificación, aprobación o aceptación, el presente Tratado entrará en vigor el día siguiente a la fecha de depósito.

3. Para cada Estado que se adhiera al presente Tratado al amparo de su artículo 44, el Tratado entrará en vigor a los veinte días del depósito de su instrumento de adhesión.

Hecho en Bruselas el dos de febrero del año dos mil doce en un único ejemplar original, cuyos textos en alemán, eslovaco, esloveno, español, estonio, finés, francés, griego, inglés, irlandés, italiano, maltés, neerlandés, portugués y sueco son igualmente auténticos y serán depositados en los archivos del depositario, que transmitirá una copia debidamente autenticada a cada una de las Partes Contratantes.

## ANEXO I

### CLAVE DE CONTRIBUCIÓN DEL MEDE

Miembro del MEDE	Clave del MEDE (%)
Reino de Bélgica.....	3,4771
República Federal de Alemania.....	27,1464
República de Estonia.....	0,1860
Irlanda.....	1,5922
República Helénica.....	2,8167
Reino de España.....	11,9037
República Francesa.....	20,3859
República Italiana.....	17,9137
República de Chipre.....	0,1962
Gran Ducado de Luxemburgo.....	0,2504
Malta.....	0,0731
Reino de los Países Bajos.....	5,7170
República de Austria.....	2,7834
República Portuguesa.....	2,5092
República de Eslovenia.....	0,4276
República Eslovaca.....	0,8240
República de Finlandia.....	1,7974
Total.....	100,0

ANEXO II  
**SUSCRIPCIONES DEL CAPITAL AUTORIZADO**

Miembro del MEDE	Número de acciones	Suscripción del capital (EUR)
Reino de Bélgica.....	243.397	24.339.700.000
República Federal de Alemania.....	1.900.248	190.024.800.000
República de Estonia.....	13.020	1.302.000.000
Irlanda.....	111.454	11.145.400.000
República Helénica.....	197.169	19.716.900.000
Reino de España.....	833.259	83.325.900.000
República Francesa.....	1.427.013	142.701.300.000
República Italiana.....	1.253.959	125.395.900.000
República de Chipre.....	13.734	1.373.400.000
Gran Ducado de Luxemburgo.....	17.528	1.752.800.000
Malta.....	5.117	511.700.000
Reino de los Países Bajos.....	400.190	40.019.000.000
República de Austria.....	194.838	19.483.800.000
República Portuguesa.....	175.644	17.564.400.000
República de Eslovenia.....	29.932	2.993.200.000
República Eslovaca.....	57.680	5.768.000.000
República de Finlandia.....	125.818	12.581.800.000
<b>Total.....</b>	<b>7.000.000</b>	<b>700.000.000.000</b>

# MEMORANDO DE ENTENDIMIENTO SOBRE CONDICIONES DE POLÍTICA SECTORIAL FINANCIERA

**20 DE JULIO DE 2012**

---

En relación con el Acuerdo Marco de la Facilidad Europea de Estabilización Financiera (FEEF), en particular su artículo 2 (1), el presente Memorando de Entendimiento sobre condiciones de política sectorial financiera (ME) detalla las condiciones en materia de políticas plasmadas en la Decisión del Consejo [...] de 20 de julio de 2012 sobre medidas concretas para reforzar la estabilidad financiera en España. Dada la naturaleza del apoyo financiero prestado a España, la condicionalidad se centrará en el sector financiero y comprenderá tanto la relativa a la banca, en consonancia con las normas sobre ayuda estatal, como la de carácter horizontal. De forma paralela, España deberá cumplir plenamente sus compromisos y obligaciones derivados del Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE), así como las recomendaciones para corregir los desequilibrios macroeconómicos en el marco del Semestre Europeo. Los avances en el cumplimiento de estas obligaciones de conformidad con los procedimientos aplicables de la UE serán objeto de estrecha supervisión e irán en paralelo con las revisiones periódicas de la aplicación del programa.

Durante el período de prestación de asistencia financiera por la FEEF, las autoridades españolas

adoptarán todas las medidas necesarias para garantizar la adecuada aplicación del programa. Se comprometen asimismo a consultar *ex ante* con la Comisión Europea y el Banco Central Europeo (BCE) sobre la adopción de toda política relativa al sector financiero que, no estando incluida en este ME, pueda incidir sensiblemente en la consecución de los objetivos del programa (se solicitará igualmente el dictamen técnico del Fondo Monetario Internacional – FMI). Facilitarán también a la Comisión Europea, al BCE y al FMI toda la información necesaria para supervisar los avances realizados en la aplicación del programa y hacer un seguimiento de la situación financiera. El Anexo 1 contiene una lista provisional de los datos que deberán presentarse.

## **I. INTRODUCCIÓN**

---

1. **El 25 de junio de 2012, el Gobierno español solicitó asistencia financiera externa en el contexto del proceso en curso de reestructuración y recapitalización de su sector bancario.** La solicitud de ayuda se inscribe en los términos de la asistencia financiera para la recapitalización de las entidades financieras por la FEEF. A raíz de esta petición, la Comisión Europea, en coordinación con el BCE, la Autoridad Bancaria

Europea (ABE) y el FMI, procedió a realizar una valoración independiente de la idoneidad de España para recibir esa asistencia, cuyo resultado fue positivo. Los Jefes de Estado y de Gobierno reunidos en la Cumbre de la Eurozona celebrada el 29 de junio de 2012 aclararon que, en el futuro, será el MEDE el responsable de prestar esa asistencia, una vez que esa institución sea plenamente operativa, sin que los créditos adquieran la categoría de preferentes. Por lo que respecta al pleno cumplimiento del presente ME, se tendrán en cuenta todas las demás consideraciones contenidas en la declaración de la Cumbre de la Eurozona celebrada el 29 de junio de 2012.

## **II. EVOLUCIÓN RECIENTE Y PERSPECTIVAS EN EL ÁMBITO ECONÓMICO Y FINANCIERO**

**2. La crisis financiera y económica mundial ha puesto de manifiesto las debilidades en el modelo de crecimiento de la economía española.** España experimentó un largo período de fuerte crecimiento basado, en parte, en el auge de la demanda interna basada en el crédito. Los bajos tipos de interés reales desencadenaron la acumulación de grandes desequilibrios internos y externos, así como la creación de una burbuja inmobiliaria. La corrección súbita de ese auge en el contexto de la crisis financiera internacional condujo a la recesión y a la destrucción del empleo.

**3. La reversión de esos desequilibrios económicos está lastrando las perspectivas económicas.** El desapalancamiento del sector privado conlleva una disminución de la demanda a medio plazo. La considerable necesidad de financiación externa aumenta la vulnerabilidad de la economía española. Será necesario el paso a un superávit duradero de la cuenta corriente para reducir la deuda externa hasta un nivel sostenible. La deuda pública está aumentando rápidamente debido a un alto déficit generalizado de las administraciones públicas desde el inicio de la crisis, vinculado a la transición a un modelo de crecimiento con menor componente tributario.

**4. Los retos a los que se enfrentan algunos segmentos del sector bancario continúan afectando negativamente a la economía, al persistir las restricciones en los flujos de crédito.** En particular, la gran exposición a los sectores inmobiliarios y de la construcción ha erosionado la confianza de los inversores y los consumidores. El estrechamiento de los vínculos entre el sector bancario y la financiación soberana ha generado un círculo vicioso. Así, la reestructuración (incluida, en su caso, la resolución ordenada) y la recapitalización de los bancos es esencial para atenuar esos vínculos, aumentar la confianza e impulsar el crecimiento económico.

**5. Con la excepción de unas pocas grandes entidades de crédito con intereses diversificados a escala internacional, los bancos españoles han perdido el acceso en condiciones favorables a los mercados mayoristas de financiación.** Como consecuencia de ello, los bancos españoles han pasado a depender en gran medida de la refinanciación del Euro-sistema. Además, la capacidad de endeudamiento de los bancos españoles se ha visto gravemente mermada por el impacto de la rebaja de la calificación sobre la disponibilidad de activos de garantía.

## **III. OBJETIVOS PRINCIPALES**

**6. El sector bancario español se ha visto perjudicado por el estallido de la burbuja inmobiliaria y de la construcción, y por la consiguiente recesión económica.** Como consecuencia de lo anterior, varios bancos españoles han acumulado grandes reservas de activos problemáticos. La preocupación sobre la viabilidad de algunos de estos bancos ha contribuido a la volatilidad del mercado.

**7. Las autoridades españolas han adoptado una serie de importantes medidas para tratar de corregir estos problemas que afectan al sector bancario.** Entre ellas se cuentan el saneamiento de los balances bancarios, el aumento de los requisitos mínimos de capital, la reestructuración del sector de las cajas de ahorros y el aumento significativo de los requisitos de provisiones para los préstamos destinados a promociones inmobiliarias y los activos de hipotecas ejecutadas. Estas medidas, empero, no han bastado para atenuar la presión de los mercados.

**8. El principal objetivo del programa relativo al sector financiero español es aumentar la flexibilidad a largo plazo del conjunto del sector bancario, restableciendo así su acceso al mercado.**

- **Como parte de la estrategia general, es fundamental dar una respuesta efectiva a los activos heredados,** procediendo a una clara segregación de los activos deteriorados. Esto disipará todas las dudas que puedan quedar sobre la calidad de los balances bancarios, permitiendo a estas entidades realizar con mayor eficacia su labor de intermediación financiera.

- Mejorando de este modo la transparencia de los balances bancarios, el programa persigue facilitar una reducción ordenada de la exposición de los bancos al sector inmobiliario, restablecer la financiación basada en el mercado y reducir la dependencia de los bancos del apoyo del banco central para asegurar su liquidez.

- **Además, es esencial perfeccionar los mecanismos de identificación de riesgos y de gestión de**

**crisis**, a fin de reducir la probabilidad y la gravedad de futuras crisis financieras.

#### **IV. RESTABLECIMIENTO Y FORTALECIMIENTO DE LA SOLIDEZ DE LOS BANCOS ESPAÑOLES: CONDICIONALIDAD CENTRADA EN LOS BANCOS**

**9. El componente clave del programa es una revisión de los segmentos vulnerables del sector financiero español; consta de los tres elementos siguientes:**

- determinación de las necesidades de capital de cada banco, mediante un análisis general de la calidad de los activos del sector bancario y una prueba de resistencia banco por banco, partiendo del análisis mencionado;
- recapitalización, reestructuración y/o resolución de los bancos débiles, sobre la base de planes que aborden los déficits de capital detectados en la prueba de resistencia; y
- segregación de los activos de los bancos que reciban apoyo público para su recapitalización, y transferencia de sus activos deteriorados a una entidad externa de gestión de activos.

#### ***Hoja de ruta***

**10. La recapitalización y reestructuración de los bancos se desarrollará según el siguiente calendario:**

- **En julio de 2012 se pondrá en marcha el programa con la provisión de un primer tramo.** En particular, hasta que se haya completado la total recapitalización de los bancos, puede ocurrir que algunos de ellos se enfrenten a una situación de riesgo. En un contexto de dificultades persistentes en la financiación soberana y de acceso extremadamente limitado de ciertos bancos a la financiación externa, la situación financiera de estos últimos seguirá siendo compleja. En estas circunstancias, contribuye a restablecer la confianza la disponibilidad inmediata de un mecanismo de apoyo fiable que puede movilizarse en casos de urgencia para sufragar los costes de intervenciones imprevistas. El primer tramo tendrá un volumen de 30.000 millones de euros, que prefinanciará y mantendrá en reserva la FEEF. Para poder utilizar estos fondos antes de que la Comisión Europea adopte las decisiones pertinentes en materia de reestructuración, se requerirá una petición motivada y cuantificada del Banco de España, sujeta a la aprobación de la Comisión Europea y del Grupo de Trabajo del Euro, en coordinación con el BCE.

- **Antes de la segunda quincena de septiembre de 2012, un consultor externo habrá completado una prueba de resistencia banco por banco en relación con los 14 grupos bancarios que integran el 90% del sistema bancario español.** La prueba de resistencia, basada en los resultados de un estudio general publicado el 21 de junio de 2012, hará una estimación de los déficits de capital de cada banco concreto y abrirá un proceso de recapitalización y reestructuración de grupos bancarios, según se refleja en la Figura 1.

- **Partiendo de los resultados de la prueba de resistencia y de los planes de recapitalización, se procederá a una clasificación de los bancos.** El **Grupo 0** estará formado por los bancos en los que no se detecte déficit de capital y que no requieran la adopción de ulteriores medidas. El **Grupo 1** ya ha sido predefinido como los bancos que ya son propiedad del Fondo de Reestructuración Ordenada Bancaria (FROB) (BFA/Bankia, Catalunya Caixa, NCG Banco y Banco de Valencia). Pertencerán al **Grupo 2** los bancos con déficit de capital, según la prueba de resistencia, y que no puedan afrontar dicho déficit de forma privada y sin ayuda estatal. Por último, el **Grupo 3** estará integrado por los bancos con déficit de capital, según la prueba de resistencia, pero que cuenten con planes fiables de recapitalización y puedan afrontar dicho déficit sin recurrir a la ayuda del Estado. La distribución de los bancos entre los Grupos 0, 2 y 3 se realizará en el mes de octubre, sobre la base de los resultados de la prueba de resistencia y de una valoración de los planes de recapitalización.

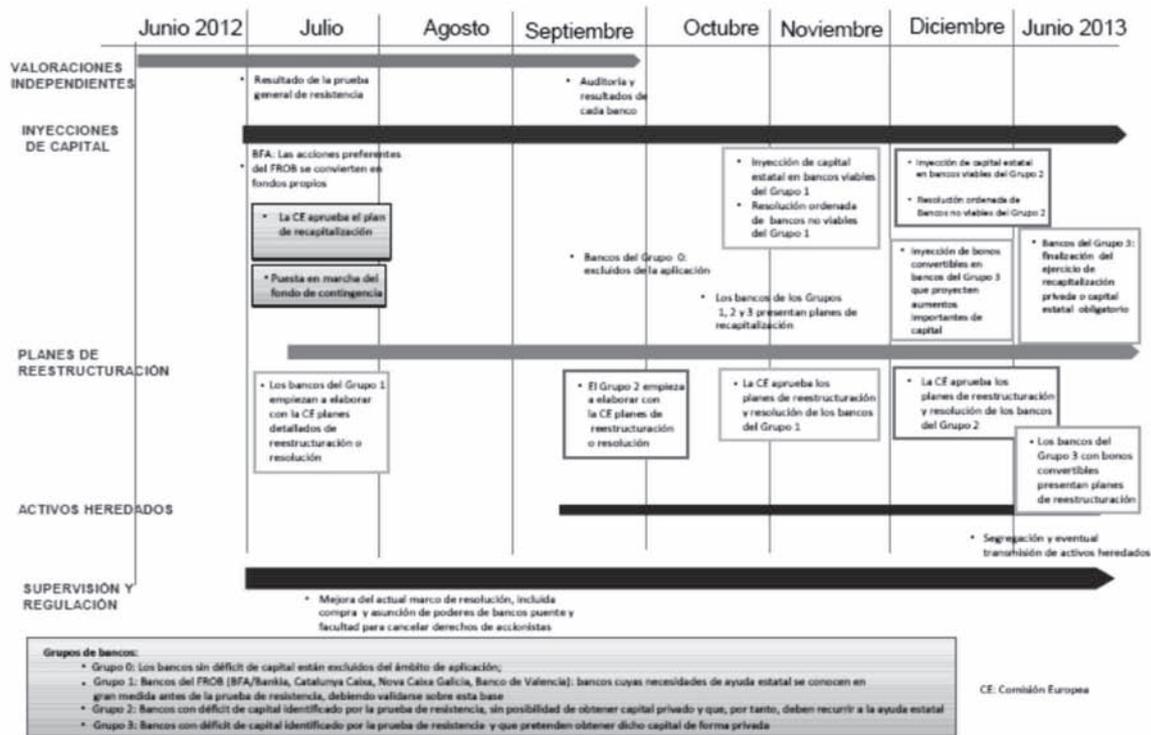
- **A principios del mes de octubre, los bancos de los Grupos 1, 2 y 3 presentarán planes de recapitalización que establezcan las vías previstas para acabar con el déficit detectado.** El capital podrá obtenerse, fundamentalmente, con medidas internas, enajenación de activos, prácticas relativas a la gestión del pasivo, y también incrementando los fondos propios o recurriendo a la ayuda estatal.

- **Las autoridades españolas y la Comisión Europea evaluarán la viabilidad de los bancos** en función de los resultados de la prueba de resistencia y los planes de reestructuración. Los bancos que se consideren no viables se resolverán de forma ordenada.

- **Respecto de los bancos del Grupo 1, las autoridades españolas comenzarán a preparar planes de reestructuración o de resolución, en conjunción con la Comisión Europea, a partir de julio de 2012.** Estos planes se completarán a la luz de los resultados de la prueba de resistencia y se presentarán con tiempo suficiente para que la Comisión Europea pueda aprobarlos en noviembre de 2012. Sobre esta base, se concederá la ayuda estatal y se podrán poner en práctica inmediatamente los planes previstos. Antes de

FIGURA 1

REESTRUCTURACIÓN DEL SECTOR BANCARIO ESPAÑOL: CALENDARIO



que concluya el año se habrá completado el traspaso de los activos deteriorados a una entidad externa de gestión de activos.

- **Respecto de los bancos del Grupo 2, las autoridades españolas deberán presentar un plan de reestructuración o resolución a la Comisión Europea, a más tardar en octubre de 2012.** Dada la necesidad de incorporar los resultados de la prueba de resistencia, se prevé que el proceso de aprobación se prolongue hasta finales de diciembre, momento en que se recapitalizará o resolverá estos bancos de manera ordenada. Todos los bancos del Grupo 2 habrán de contemplar en su plan de reestructuración o resolución los pasos necesarios para segregar sus activos deteriorados a una entidad externa de gestión de activos.

- **Respecto de los bancos de los Grupos 1 y 2, no se prestará asistencia alguna hasta la aprobación de un plan definitivo de reestructuración o resolución por la Comisión Europea, salvo en el caso de que sea necesario utilizar los fondos del primer tramo.**

- **A los bancos del Grupo 3 que proyecten un aumento importante de capital equivalente a más**

**del 2% de los activos ponderados por riesgo se les exigirá, como medida cautelar, que emitan bonos convertibles con arreglo al plan de recapitalización a fin de satisfacer sus necesidades de capital a más tardar en diciembre de 2012.** El FROB, utilizando los recursos del programa, suscribirá dichos bonos, que podrán redimirse hasta el 30 de junio de 2013 si los bancos logran obtener el capital necesario de fuentes privadas. En caso contrario, serán recapitalizados mediante la conversión total o parcial de los bonos en acciones ordinarias. Los bancos deberán presentar planes de reestructuración.

- **Los bancos del Grupo 3 que tengan previsto un aumento de capital más limitado, equivalente a menos del 2% de los activos ponderados por riesgo, tendrá de plazo hasta el 30 de junio de 2013.** En caso de no lograr su objetivo, serán recapitalizados por medio de ayuda estatal y deberán presentar planes de reestructuración.

- **Los bancos del Grupo 3 que, a 30 de junio de 2013, sigan beneficiándose del apoyo público en virtud de este programa, deberán contemplar en sus planes de reestructuración la transferencia de sus activos**

**deteriorados a la entidad de gestión de activos**, salvo que pueda demostrarse, en el caso de los bancos que requieran menos del 2% de los activos ponderados por riesgo en ayuda estatal, que resultan menos costosos otros medios para lograr la plena segregación fuera de balance.

### **Diagnóstico**

**11. Las autoridades españolas realizarán una estimación del valor económico y contable de las Carteras de crédito y los activos de hipotecas ejecutadas de los 14 grupos bancarios.** La estimación correrá a cargo de un consultor externo, que se basará en los datos aportados por cuatro auditores independientes, y se desarrollará como sigue:

- Partiendo en un muestreo prefijado de operaciones, la revisión contable comprenderá lo siguiente: i) análisis de la calidad de los datos, incluida la correcta identificación de los préstamos reestructurados/refinanciados; ii) verificación de la adecuada clasificación de las operaciones; iii) revisión del cálculo de las pérdidas por deterioro de los activos; y iv) valoración del impacto de los nuevos requisitos de provisiones tanto en los créditos cobrables como en los incobrables en el sector inmobiliario y de la construcción.

- El mandato ampliado del procedimiento de diligencia debida de los auditores preverá asimismo la recogida de los datos necesarios para una estimación del valor económico de los activos. Esto comprenderá una muestra más amplia, necesaria para valorar los mecanismos e idoneidad en materia de generación y clasificación de préstamos, así como la gestión de los correspondientes atrasos, a fin de comprobar y adaptar la clasificación y los parámetros de riesgo actuales. La información obtenida por los auditores se combinará con los datos de cada banco que, a petición del asesor, faciliten las autoridades o los propios bancos de manera directa, en su caso. Además, se procederá a una estimación rigurosa del valor de los activos de garantía e hipotecas ejecutadas, que informará el análisis general del consultor externo sobre la calidad de los activos.

**12. El análisis de la calidad de los activos será la base de la prueba de resistencia banco por banco que realizará el consultor externo.** Será igualmente la base de toda valoración futura de los activos de los bancos españoles (ver apartado 21). Esta prueba de resistencia se sustentará en las hipótesis elaboradas para el estudio de carácter general y aprovechará la información detallada y el análisis de la calidad de los activos a cargo de entidades independientes, mediante la verificación y validación de datos, y tendrá en cuenta la capacidad para absorber pérdidas. Toda la información necesaria para las pruebas de resistencia,

incluidos los resultados del análisis de la calidad de los activos, deberá facilitarse a los consultores a más tardar a mediados del mes de agosto. Los resultados de la prueba de resistencia se harán públicos durante la segunda mitad de septiembre de 2012. El Banco de España y la Comisión Europea, en consulta con la Autoridad Bancaria Europea (ABE), y en coordinación con el BCE, determinarán las necesidades específicas de capital de cada banco participante (en su caso).

**13. De conformidad con la adecuada estructura de gobernanza establecida en el Mandato relativo a este procedimiento, un Comité de Coordinación Estratégica del que formarán parte, junto con las autoridades españolas, la Comisión Europea, el BCE, la ABE, el FMI y un Comité de Coordinación de Expertos, supervisarán estrechamente la labor de las entidades independientes.** Estas últimas facilitarán cada quince días información actualizada al Comité de Coordinación Estratégica.

### **Recapitalización, reestructuración y/o resolución**

**14. El enfoque aplicado a la reestructuración y resolución bancarias se basa en los principios de viabilidad, reparto de la carga y limitación de las distorsiones de la competencia, de un modo que promueva la estabilidad financiera y contribuya a la flexibilidad del sector bancario.** Los planes de recapitalización que impliquen la utilización de fondos públicos darán pie a un proceso de reestructuración. Los planes de reestructuración de los bancos que precisen de fondos públicos habrán de demostrar que es posible garantizar la viabilidad a largo plazo de la entidad sin recurrir a la ayuda estatal continuada. Dichos planes deberán centrarse en la capacidad del banco de generar valor para los accionistas, dado su perfil de riesgo y su modelo de negocio, así como los costes asociados a la necesaria reestructuración. El grado de reestructuración necesario dependerá de la relativa magnitud del apoyo público prestado.

**15. Los planes de reestructuración abordarán la capacidad del banco para generar actividad comercial rentable y sostenible en el futuro, y sus necesidades de financiación.** Los planes de reestructuración deberán basarse en un recorte significativo de las actividades no rentables, procediendo a su cesión cuando sea factible, en la reducción del riesgo mediante la segregación de los activos más problemáticos, en el reequilibrio de la estructura de financiación, incluida una menor dependencia del banco central para disponer de liquidez, en la mejora de la gobernanza corporativa y en la reestructuración funcional mediante la racionalización de las redes de sucursales y las plantillas. Todo ello debería culminar en una mejora sostenible del coeficiente de explotación de los bancos interesados. Las entidades que no cotizan en bolsa deberán también

presentar un calendario razonable para su entrada en el mercado bursátil.

- Los planes de reestructuración de los bancos viables que requieran apoyo **público detallarán las medidas para reducir al mínimo la carga sobre los contribuyentes**. Los bancos que reciban ayuda estatal contribuirán con sus propios recursos, en la mayor medida posible, al coste de la reestructuración. Posibles medidas son la venta de participaciones y activos secundarios, la eliminación de actividades secundarias, la prohibición del pago de dividendos, la prohibición de remuneración discrecional de los instrumentos híbridos de capital y la prohibición del crecimiento no orgánico. Los bancos y sus accionistas deberán sufrir pérdidas antes de que se aprueben medidas de ayuda estatal, y garantizar la absorción de las pérdidas de los instrumentos de capital y de los instrumentos híbridos de capital, en la mayor medida posible.

- **En el caso de los bancos no viables que requieran fondos públicos, las autoridades españolas deberán presentar un plan de resolución ordenada.** Estos planes tendrán que ser compatibles con los objetivos de preservar la estabilidad financiera, en particular, protegiendo los depósitos de los clientes, de reducir al mínimo la carga de la resolución sobre el contribuyente y de permitir a los bancos saneados adquirir activos y créditos en el marco de un proceso competitivo. El procedimiento de resolución ordenada conllevará la transferencia de determinados activos a la entidad externa de gestión.

- Las autoridades españolas se comprometen a poner un límite a los niveles retributivos de ejecutivos y consejeros de todos los bancos que reciban ayuda estatal.

**16. Las autoridades españolas adoptarán medidas anticipadas y oportunas en relación con los planes de resolución.** Las autoridades empezarán a coordinarse con la Comisión Europea de forma inmediata a fin de asegurar que los planes de reestructuración dan fruto dentro de los plazos previstos. Dichos planes se someterán a la Comisión Europea para su valoración conforme a la normativa sobre ayuda estatal, y, una vez ultimados, se pondrán a disposición del BCE, la ABE y el FMI. Las autoridades españolas facilitarán toda la información necesaria sobre los planes de reestructuración o resolución, tan pronto como se tenga noticia de que se va a precisar ayuda pública. El proceso se iniciará de forma inmediata para los bancos del Grupo 1. En relación con estos bancos, las autoridades españolas harán todo lo necesario para permitir que la Comisión Europea pueda aprobar los planes de reestructuración o resolución antes de noviembre de 2012. En el caso de aquellos bancos cuyas necesidades de capital resulten evidentes a raíz de la prueba general

de resistencia, las autoridades españolas iniciarán el mismo proceso con vistas a posibilitar la aprobación de los planes de reestructuración por la Comisión Europea antes de diciembre de 2012. Únicamente se llevarán a cabo las recapitalizaciones cuando la Comisión apruebe una decisión sobre reestructuración, en la que se contemple el reparto de la carga y la propia reestructuración, salvo en el caso de que se liberen fondos del primer tramo.

### **Reparto de la carga**

17. Se adoptarán medidas a fin de aligerar la carga para el contribuyente de la reestructuración bancaria. Tras asignar pérdidas a los accionistas, las autoridades españolas exigirán la aplicación de medidas para repartir la carga entre los titulares de capital híbrido y los de deuda subordinada de los bancos que reciban ayuda pública, mediante la introducción de ejercicios voluntarios y, en su caso, obligatorios de responsabilidad subordinada. Los bancos que no precisen ayuda estatal estarán exentos de cualquier ejercicio obligatorio de esta naturaleza. El Banco de España, en coordinación con la Comisión Europea y con la ABE, supervisarán todas las operaciones de conversión de instrumentos híbridos y subordinados en deuda preferente o en recursos propios.

**18. Antes del final de agosto de 2012, se aprobarán normas que garanticen la eficacia de los ejercicios de responsabilidad subordinada.** Las autoridades españolas introducirán las modificaciones legislativas necesarias para permitir los ejercicios de responsabilidad subordinada, cuando el reparto exigido de la carga no se logre de forma voluntaria. Estas modificaciones deberán incluir disposiciones que contemplen la plena participación en tales ejercicios de los titulares de instrumentos de capital híbrido y de deuda subordinada. A finales de julio de 2012 las autoridades españolas habrán determinado las medidas legales necesarias para configurar este marco, de tal modo que su adopción plena se verifique antes de que finalice el mes de agosto del mismo año. El Banco de España desincentivará que los bancos que hayan de recurrir a la ayuda estatal apliquen estos ejercicios de responsabilidad subordinada a una prima superior al 10% de la par por encima de los precios de mercado hasta diciembre de 2012.

**19. Los bancos con déficit de capital que precisen de ayuda pública introducirán ejercicios de responsabilidad subordinada sobre la base del marco jurídico revisado y de conformidad con las normas en materia de ayuda estatal,** convirtiendo el capital híbrido y la deuda subordinada en recursos propios con ocasión de la inyección de capital público o mediante recompra con descuentos considerables. Para los bancos del Grupo 3 esta norma será de aplicación el 30 de

junio de 2013, si aún están recibiendo fondos públicos. En el caso de los bancos no viables, deberán aplicarse de forma plena los ejercicios de responsabilidad subordinada a fin de minimizar la carga para el contribuyente. Todo déficit de capital que tenga su origen en cuestiones relacionadas con la aplicación de tales ejercicios no será cubierto por la asistencia prestada por la FEEF.

**20. Se perfeccionará el marco para la resolución bancaria.** A finales de agosto las autoridades españolas, en consulta con la Comisión Europea, el BCE y el FMI, habrá modificado el marco sobre resolución bancaria a fin de incorporar las facultades necesarias en ese ámbito para fortalecer el FROB. Tal modificación habrá de tener en cuenta la propuesta normativa de la UE en materia de gestión de crisis y resolución bancaria, que contempla una serie de mecanismos especiales para resolver los bancos, como la venta de herramientas empresariales y los bancos puente; la legislación también contendrá una clarificación de las responsabilidades financieras del Fondo de Garantía de Depósitos y del FROB, así como disposiciones sobre la cancelación de derechos de los accionistas en los procedimientos de resolución.

#### ***Segregación de activos deteriorados: la entidad de gestión de activos***

**21. Los activos problemáticos de los bancos objeto de ayuda deberán eliminarse rápidamente de sus balances.** Esto afecta especialmente a los préstamos para promociones inmobiliarias y los activos de hipotecas ejecutadas. En principio, también afectará a otros activos si se advierten signos de un grave deterioro de su calidad. El principio que fundamenta esta segregación es que deberán transferirse los activos a una entidad de gestión externa. Las transferencias se realizarán al valor económico real (a largo plazo) de los activos, que se establecerá mediante un proceso minucioso de revisión de su calidad, partiendo de las valoraciones individuales empleadas en la prueba de resistencia. Las pérdidas respectivas se materializarán en los bancos en el momento de la segregación. Las autoridades españolas, en consulta con la Comisión Europea, el BCE y el FMI, prepararán un plan general y un marco legislativo para el establecimiento de este mecanismo de segregación de activos antes de finales de agosto de 2012. Las autoridades españolas adoptarán la legislación precisa en otoño a fin de garantizar que la entidad esté en pleno funcionamiento para noviembre de 2012.

**22. La entidad gestionará los activos con objeto de realizar su valor a largo plazo.** La entidad adquirirá los activos al valor económico real y tendrá la posibilidad de mantenerlos en cartera hasta su vencimiento. El FROB aportará a la entidad efectivo o títulos de alta calidad por un importe correspondiente a determinado

porcentaje (que se fijará en el momento de creación de la entidad) del valor económico real de los activos adquiridos. A cambio de estos activos, los bancos recibirán una participación limitada en la entidad, bonos emitidos por ella y garantizados por el Estado, o efectivo y/o títulos de alta calidad. Los bonos emitidos por la entidad se estructurarán de manera que se ajusten a las condiciones establecidas en las "Directrices sobre instrumentos de política monetaria y procedimientos del Eurosistema" del BCE.

## **V. GARANTÍA DE UN MARCO SÓLIDO PARA EL SECTOR BANCARIO: CONDICIONALIDAD HORIZONTAL**

• **23. El refuerzo del marco regulador es esencial para mejorar la resistencia del sector bancario español.** Las autoridades españolas adoptarán medidas adicionales en los ámbitos siguientes:

• **Las entidades de crédito españolas deberán cumplir, al 31 de diciembre de 2012 y al menos hasta finales de 2014, un coeficiente de capital común de primer nivel de al menos un 9%.** La definición de capital empleada para calcular este coeficiente de solvencia se basará en la establecida (capital admisible) en el ejercicio en curso de recapitalización de la ABE.

• **Desde el 1 de enero de 2013, las entidades de crédito españolas deberán ajustarse a la definición de capital establecida en el Reglamento de Requisitos de Capital (RRC),** observando el período transitorio inicial previsto en el futuro Reglamento, para calcular las necesidades mínimas de capital establecidas en la legislación de la UE. Sin embargo, el capital adicional preciso para cumplir el coeficiente del 9% se calculará en función de la definición de capital prevista en el ejercicio de recapitalización de la ABE. En cualquier caso, las entidades de crédito españolas no podrán reducir su base de capital con respecto a las cifras de diciembre de 2012, sin la previa aprobación del Banco de España.

• **Se reevaluará el marco actual de provisiones para préstamos incobrables.** Basándose en las experiencias de la crisis financiera, las autoridades españolas presentarán propuestas para reformar el marco permanente de las provisiones para préstamos, teniendo en cuenta las medidas provisionales adoptadas en los meses pasados, así como el marco contable de la UE. Es más, las autoridades analizarán la posibilidad de revisar la calibración de las provisiones dinámicas sobre la base de la experiencia adquirida durante la actual crisis financiera. A tal fin, las autoridades españolas presentarán, antes de mediados de diciembre de 2012, un documento estratégico, para consulta con la Comisión Europea, el BCE, la ABE y el FMI, sobre la modificación del marco de provisiones una vez que

dejen de ser de aplicación los Reales Decretos Ley 2/2012 y 18/2012.

- **Se revisará el marco regulador de la concentración de créditos y operaciones con partes vinculadas.** Esta revisión, que las autoridades españolas deberán llevar a cabo para mediados de enero de 2013, permitirá en concreto evaluar si se requiere un refuerzo del mencionado marco.

- **Continuará siguiéndose de cerca la situación de liquidez de los bancos españoles.** A fin de verificar su situación de liquidez, las entidades de crédito receptoras de ayudas estatales o aquellas que, según la prueba de resistencia, muestren déficits de capital presentarán, a partir del 1 de diciembre de 2012, previsiones normalizadas trimestrales de balance (planes de financiación) al Banco de España y al BCE. El Banco de España facilitará información periódica sobre la situación de liquidez de estos bancos a la Comisión Europea, el BCE y el FMI, según se especifica en el Anexo 1.

- **Se reforzarán los mecanismos de gobernanza de las antiguas cajas de ahorros y de los bancos comerciales bajo su control.** Las autoridades españolas prepararán para finales de noviembre de 2012 normas que aclaren la función de las cajas de ahorro en su calidad de accionistas de entidades de crédito, para, en último término, reducir su participación en las mismas hasta un nivel no mayoritario. Es más, las autoridades propondrán medidas para reforzar las normas de idoneidad de los órganos de gobierno de las cajas de ahorros y para adoptar requisitos de incompatibilidad para los órganos de gobierno de las antiguas cajas de ahorros y los bancos comerciales bajo su control. Más aún, para finales de noviembre de 2012, las autoridades españolas presentarán una hoja de ruta para la eventual elaboración de la relación de bancos incluidos en la prueba de resistencia que hayan gozado de ayudas estatales dentro de su proceso de reestructuración.

- **La mejora de la transparencia es un requisito esencial para fomentar la confianza en el sector bancario español.** Ya se han adoptado varias medidas importantes para incrementar la cantidad y calidad de la información facilitada por las entidades de crédito a la ciudadanía, en concreto su exposición al riesgo inmobiliario y del sector de la construcción. Las autoridades españolas han hecho público, para consultas, una propuesta de regulación cuyo objeto es reforzar y armonizar los requisitos de información de todas las entidades de crédito en relación con parcelas esenciales de sus carteras, como los préstamos reestructurados y refinanciados y la concentración sectorial. Esta propuesta se ultimaré previa consulta con la Comisión Europea, el BCE, la ABE y el FMI, y entrará en vigor a finales de septiembre de 2012.

**24. Se reforzará el marco de supervisión. Las autoridades españolas adoptarán medidas en los ámbitos siguientes.**

- **Es preciso un ulterior refuerzo de la independencia operativa del Banco de España.** Antes del 31 de diciembre de 2012, las autoridades españolas transferirán las competencias sancionadoras del Ministerio de Economía al Banco de España. Es más, antes de finalizar octubre de 2012, las autoridades españolas determinarán las posibilidades existentes de facultar al Banco de España para que emita directrices o interpretaciones vinculantes.

- **Los métodos de supervisión del Banco de España deberán perfeccionarse en función de una revisión interna formal.** El Banco de España llevará a cabo una revisión interna de sus procedimientos de supervisión y decisión antes de finales de octubre de 2012, a fin de detectar deficiencias e introducir las mejoras precisas. En este proceso de revisión, el Banco de España verificará las recientes mejoras introducidas en los procedimientos de supervisión a fin de cerciorarse de que las conclusiones de las inspecciones realizadas in situ se traducen, rápida y eficazmente, en medidas correctivas. En concreto, las autoridades españolas analizarán la necesidad de realizar nuevas mejoras en la comunicación a los órganos decisores de las vulnerabilidades y riesgos del sistema bancario, a fin de garantizar que se introducen las correcciones pertinentes. Es más, las autoridades españolas se asegurarán de que los resultados de la supervisión macroprudencial se trasladan adecuadamente al proceso de microsupervisión y a las respuestas estratégicas pertinentes.

- **Para finales de 2012, el Banco de España exigirá a las entidades de crédito que revisen y, si procede, preparen y apliquen estrategias para hacer frente al deterioro de activos.** El Banco de España determinará la capacidad operativa de las entidades de crédito para gestionar atrasos, vigilará posibles anomalías operativas y verificará la aplicación de estos planes. La valoración de la idoneidad de las estrategias de reestructuración de préstamos se basará también en las conclusiones de auditores y consultores externos obtenidas durante el proceso de revisión de la calidad de los activos.

**25. Debe reforzarse la protección de los consumidores y la legislación sobre valores, así como la supervisión del cumplimiento por las autoridades,** a fin de limitar la venta, por parte de la banca, de instrumentos de deuda subordinada a clientes minoristas no cualificados y mejorar sustancialmente el proceso de venta a estos últimos de instrumentos no cubiertos por el Fondo de Garantía de Depósitos. Ello exigirá una mayor transparencia en cuanto a las características de tales instrumentos y sus consiguientes riesgos, a fin de garantizar que tales clientes son plenamente

conscientes de ellos. Las autoridades españolas pondrán normas específicas a este respecto antes de finalizar febrero de 2013.

**26. Debe perfeccionarse el registro público de créditos.** Las autoridades españolas adoptarán nuevas medidas para mejorar la calidad y cantidad de la información que se incluye en el registro. Antes de finales de octubre de 2012 se informará de las mejoras previstas para celebrar consultas con los interesados. Más aún, las modificaciones legislativas necesarias se habrán adoptado antes de finales de marzo de 2013. En el ínterin, deberá continuar el trabajo sobre los mecanismos de orden práctico a fin de que las mejoras estén operativas con la mayor celeridad posible.

**27. Debe fomentarse la intermediación financiera no bancaria.** A la luz de la considerable dependencia de la economía española de la intermediación bancaria, las autoridades españolas prepararán, antes de mediados de noviembre de 2012, propuestas para fomentar la intermediación financiera no bancaria, incluida la financiación del mercado de capitales y el capital riesgo.

**28. Deben revisarse las disposiciones sobre gobernanza de los organismos de seguridad financiera para evitar posibles conflictos de intereses.** En particular, las autoridades se cerciorarán de que, a partir del 1 de enero de 2013, no haya ningún directivo bancario en los órganos de gobierno del FROB. Las disposiciones análogas del FGD también se revisarán, sobre todo para evitar posibles conflictos de intereses.

## **VI. FINANZAS PÚBLICAS, DESEQUILIBRIOS MACROECONÓMICOS Y REFORMA DEL SECTOR FINANCIERO**

**29. Existe una estrecha relación entre los desequilibrios macroeconómicos, las finanzas públicas y la solidez del sistema financiero.** Por ello, los progresos realizados en cuanto a la aplicación de los compromisos adoptados conforme al Procedimiento de Déficit Excesivo (PDE), y de las reformas estructurales, a fin de corregir los desequilibrios macroeconómicos detectados en el marco del Semestre Europeo, se vigilarán estrecha y regularmente, en paralelo con el proceso de revisión formal previsto en el presente Memorando.

**30. Conforme a la recomendación revisada del PDE, España se ha comprometido a corregir la situación actual de déficit excesivo antes de 2014.** En concreto, España debe cerciorarse de que alcanza los objetivos generales de déficit de carácter intermedio del 6.3% del PIB en 2012, 4.5% del PIB en 2013 y 2.8% del PIB en 2014. Antes de finales de julio, las autoridades españolas deberán presentar un presupuesto plurianual para 2013-14 en el que se especifiquen con

detalle las medidas estructurales que son necesarias para corregir el déficit excesivo. Deben aplicarse sin fisuras las disposiciones de la Ley de Estabilidad Presupuestaria en materia de transparencia y control de la ejecución presupuestaria. Se exige también a España que establezca una entidad presupuestaria independiente que se ocupe de actividades de análisis y asesoramiento y supervise la política fiscal.

**31. En cuanto a las reformas estructurales, las autoridades españolas se han comprometido a llevar a efecto las recomendaciones específicas para España en el contexto del Semestre Europeo.** Estas reformas tienen por objeto corregir los desequilibrios macroeconómicos detectados en la revisión en profundidad realizada conforme al Procedimiento de Desequilibrio Macroeconómico. En concreto, se recomienda que España: 1) introduzca un sistema tributario acorde con los esfuerzos de consolidación fiscal y más propicio para el crecimiento; 2) reduzca el sesgo inducido por la fiscalidad a favor del endeudamiento y la propiedad de vivienda; 3) lleve a la práctica las reformas del mercado de trabajo; 4) adopte medidas complementarias para aumentar la eficacia de las políticas activas dirigidas al mercado de trabajo; 5) adopte medidas complementarias para la apertura de los servicios profesionales, reduzca las demoras para obtener licencias y permisos para abrir nuevos negocios y erradique los obstáculos a la actividad empresarial; 6) complete la interconexión de las redes eléctricas y de gas con los países vecinos, y aborde el problema del déficit tarifario en la electricidad de forma global.

## **VII. MODALIDADES DEL PROGRAMA**

**32. España precisará de un préstamo de la FEEF que cubra las necesidades de capital estimadas, más un margen de seguridad complementario, todo ello por un total de hasta 100.000 millones de euros.** La duración de este programa se calcula en 18 meses; el FROB, que actuará como agente del Gobierno español, canalizará los fondos hacia las entidades financieras afectadas. La forma del programa se determinará en el AAF. Los fondos se desembolsarán en varios tramos con anterioridad a las fechas de recapitalización previstas, conforme a la hoja de ruta que figura en la sección IV. Los desembolsos podrán realizarse en efectivo o en forma de pagarés ordinarios de la FEEF.

## **VIII. SUPERVISIÓN DEL PROGRAMA**

**33. La Comisión Europea, en coordinación con el BCE y la ABE, verificará a intervalos regulares que se cumplen las condiciones sobre políticas que acompañan a la asistencia financiera, para lo cual se enviarán misiones y el Gobierno español remitirá**

**informes con carácter trimestral.** Se llevará a cabo una supervisión periódica de las actividades del FROB en el contexto del programa. Las autoridades españolas solicitarán la asistencia técnica del FMI para apoyar la aplicación y supervisión de la asistencia financiera mediante informes periódicos.

**34. Las autoridades facilitarán a la Comisión Europea, el BCE, la ABE y el FMI, bajo estrictas condiciones de confidencialidad, los datos precisos para la supervisión del sector bancario en su conjunto y de bancos concretos de especial relevancia debido a su carácter sistémico o a su situación.** En el Anexo 1 figura una relación provisional de los informes y datos necesarios.

35. Los bancos que reciban ayuda estatal y las autoridades españolas informarán a la **Comisión Europea sobre la aplicación de sus planes de reestructuración a través del administrador supervisor designado.**

**36. Se facultará a la Comisión Europea, en coordinación con el BCE y la ABE, para efectuar inspecciones in situ de cualquier entidad financiera beneficiaria, a fin de verificar el cumplimiento de las condiciones impuestas.**

37. En paralelo, el Consejo revisará regularmente las políticas económicas aplicadas por España conforme al Procedimiento de Desequilibrio Macroeconómico y el Procedimiento de Déficit Excesivo.

## ANEXO 1

### DATOS REQUERIDOS

Las autoridades españolas remitirán o actualizarán periódicamente, al menos semanal o mensualmente, los datos siguientes:

1. Informes y datos semanales sobre depósitos bancarios.
2. Informes y datos semanales sobre situación y previsiones de liquidez bancaria.
3. Estados financieros prudenciales de carácter trimestral enviados al supervisor de los 14 grupos bancarios, con datos complementarios sobre:
  - información financiera y exigida por la normativa (datos consolidados) de los 14 grupos bancarios y del sector bancario en su totalidad, sobre todo en relación con (la cuenta de resultados), los balances, la calidad de los activos, el capital obligatorio y las previsiones sobre el balance;
  - préstamos incobrables, activos objeto de ejecución y provisiones afines: incluye todos los riesgos referentes a las diferentes categorías de activos (suelo y promociones, incluidos inmuebles comerciales), inmuebles residenciales, préstamos a las PYME, préstamos a empresas, préstamos al consumo;
  - calidad de los activos por categorías (buena calidad, sujetos a vigilancia, deficientes, créditos incobrables, objeto de reestructuración, entre ellos, reestructurados y incobrables); provisiones por distintas clases de activos, nuevos créditos por categorías de activos;
  - cartera de deuda soberana;
  - títulos en circulación de emisiones de deuda, desglosados por su prelación (prioritarias garantizadas, prioritarias no garantizadas, subordinadas, entre ellas participaciones preferentes, títulos del Estado garantizados), especificando los importes colocados entre clientes minoristas y los plazos de amortización;
  - capital obligatorio y sus componentes, incluidos los requisitos de capital (riesgo crediticio, riesgo de mercado, riesgo operativo).
4. Hasta que se disponga de previsiones trimestrales sobre balances, deberá facilitarse una plantilla convenida relativa a los bancos apoyados por el FROB que muestre las necesidades de refinanciación y reservas de garantía, para un plazo de 1 mes, 3 meses y 6 meses. Se solicitarán posteriormente planes de financiación para una mayor muestra de bancos. Los informes se ampliarán de modo que se incluyan los planes de capital.
5. Informes y datos sobre garantías admisibles no comprometidas.
6. Informes y datos sobre empréstitos en el mercado de “repos”, directamente o a través de entidades centrales de contrapartida.

A más tardar una semana después del comienzo del programa, las autoridades españolas propondrán formatos y plantillas para facilitar la información requerida, cuya forma deberá acordarse con la Comisión Europea, el BCE, la ABE y el FMI.

La relación anterior es provisional: en un momento posterior podrán solicitarse otros datos. A tal fin, se establecerá un procedimiento para que el personal de la Comisión Europea, el BCE, la ABE y el FMI puedan enviar solicitudes complementarias de datos que se consideren necesarios.

## ANEXO 2

**CONDICIONALIDAD**

<b>Medida</b>	<b>Fecha</b>
1. Proporcionar datos precisos para la supervisión de la totalidad del sector bancario y de bancos concretos de especial relevancia debido a su carácter sistémico o a su situación (Anexo 1).	Periódicamente a lo largo del programa, a partir de finales de julio
2. Preparar planes de reestructuración o resolución en colaboración con la CE para los bancos del Grupo 1, a ultimar según los resultados de las pruebas de resistencia a tiempo para su aprobación por la Comisión en el mes de noviembre.	Julio 2012 – mediados de agosto
3. Ultimar la propuesta para la reforma y armonización de los requisitos de información de todas las entidades de crédito sobre aspectos esenciales de sus carteras, como los préstamos reestructurados o refinanciados y la concentración sectorial.	Finales de julio de 2012
4. Facilitar a los consultores información para las pruebas de resistencia, incluidos los resultados del análisis de la calidad de los activos.	Mediados de agosto de 2012
5. Adoptar normas en aras de la eficacia de los programas de responsabilidad subordinada, incluida la posibilidad de hacerlos obligatorios.	Finales de agosto de 2012
6. Mejora del marco de resolución bancaria, esto es, refuerzo de las facultades resolutorias del FROB y el FGD.	Finales de agosto de 2012
7. Preparar un plan de amplio alcance y un marco legislativo para el establecimiento y funcionamiento de la entidad de gestión de activos.	Finales de agosto de 2012
8. Completar una prueba de resistencia banco por banco.	Segunda mitad de septiembre de 2012
9. Preparar una propuesta de regulación para incrementar la transparencia bancaria.	Finales de septiembre de 2012
10. Los bancos con déficits de capital significativos aplicarán un programa de responsabilidad subordinada.	Antes de las aportaciones de capital de oct/dic. 2012
11. Los bancos elaborarán planes de recapitalización para explicar cómo resolverán los déficits de capital.	Primeros de octubre de 2012
12. Presentar planes de reestructuración o resolución a la CE para los bancos del Grupo 2.	Octubre de 2012
13. Señalar posibilidades para ampliar los ámbitos en los que el Banco de España pueda emitir directrices o interpretaciones vinculantes sin contar con facultades reguladoras.	Finales de octubre de 2012
14. Realizar un análisis interno de los procesos de supervisión y adopción de decisiones. Proponer cambios en los procedimientos a fin de garantizar una adopción oportuna de acciones correctivas para abordar en una fase temprana los problemas detectados por los equipos de inspección in situ. Garantizar que la supervisión macroprudencial se traduce adecuadamente en medidas de microsupervisión y en respuestas estratégicas adecuadas.	Finales de octubre de 2012
15. Adoptar normas para el establecimiento y funcionamiento de la entidad de gestión de activos a fin de que esté plenamente operativa antes de noviembre de 2012.	Otoño de 2012
16. Presentar, para consultas con los interesados, las mejoras que se prevé introducir en el registro de créditos.	Finales de octubre de 2012
17. Preparar propuestas para fortalecer la intermediación financiera no bancaria, incluida la financiación del mercado de capitales y el capital riesgo.	Mediados de noviembre de 2012

## ANEXO 2 (Continuación)

**CONDICIONALIDAD**

18. Proponer medidas para reforzar las normas de idoneidad de los órganos rectores de las cajas de ahorros e introducir requisitos de incompatibilidad para los órganos rectores de las antiguas cajas de ahorros y bancos comerciales bajo su control.	Finales de noviembre de 2012
19. Preparar una hoja de ruta (con excepciones justificadas) para la eventual elaboración de la relación de bancos incluidos en la prueba de resistencia que han gozado de ayudas públicas dentro de su proceso de reestructuración.	Finales de noviembre de 2012
20. Preparar normas para clarificar el papel de las cajas de ahorros en su calidad de accionistas de las entidades de crédito con vistas a una eventual reducción de su participación a niveles no mayoritarios. Proponer medidas para consolidar las normas sobre idoneidad de los órganos rectores de las cajas de ahorros e introducir requisitos de incompatibilidad para los órganos rectores de las antiguas cajas de ahorros y bancos comerciales bajo su control. Preparar una hoja de ruta para la eventual elaboración de la relación de bancos incluidos en el test de resistencia que han gozado de ayudas públicas dentro de su proceso de reestructuración.	Finales de noviembre de 2012
21. Los bancos deberán enviar planes de financiación de las provisiones trimestrales normalizadas sobre su balance, en el caso de las entidades de crédito que hayan recibido ayudas estatales y que tengan déficits de capital detectados en la prueba de resistencia correspondiente.	A partir del 1 de diciembre de 2012
22. Presentar un documento sobre la modificación de los requisitos sobre provisiones una vez que dejen de ser de aplicación, en su caso, los Reales Decretos Ley 2/2012 y 18/2012.	Mediados de diciembre de 2012
23. Emisión de bonos convertibles conforme al programa de recapitalización de los bancos del Grupo 3 que planeen un incremento de capital significativo (más del 2% de los activos ponderados por riesgo).	Finales de diciembre 2012
24. Traspaso de facultades sancionadoras y de autorización del Ministerio de Economía al Banco de España.	Finales de diciembre de 2012
25. Requerir a las entidades de crédito que revisen y, si procede, preparen y apliquen estrategias para afrontar el deterioro de activos.	Finales de diciembre de 2012
26. Requerir a todas las entidades de crédito españolas que asuman un coeficiente de capital común de nivel 1 de al menos un 9% hasta por lo menos finales de 2014. Exigir a todas las entidades de crédito españolas que apliquen la definición de capital prevista en el Reglamento sobre Requisitos de Capital (RRC), aplicando el período transitorio inicial previsto en el futuro RRC, para calcular las necesidades mínimas de capital establecidas en la legislación de la UE.	de enero de 2013
27. Revisar las disposiciones de gobernanza del FROB para evitar que haya directivos bancarios en activo entre los miembros de sus órganos rectores.	1 de enero de 2013
28. Revisar la problemática de la concentración crediticia y las operaciones con partes vinculadas.	Mediados de enero de 2013
29. Proponer normas específicas para limitar la venta por parte de los bancos de instrumentos de deuda subordinada a clientes minoristas no cualificados y para mejorar sustancialmente el proceso de venta de instrumentos no cubiertos por el Fondo de Garantía de Depósitos a dichos clientes.	Finales de febrero de 2013
30. Reformar la normativa para perfeccionar el registro de créditos.	Finales de marzo de 2013
31. Incrementar el capital mínimo de los bancos que tengan previsto un incremento de capital más limitado (menos del 2% de los activos ponderados por riesgo).	Finales de junio de 2013
32. Los bancos del Grupo 3 que hayan emitido bonos convertibles tendrán que presentar planes de reestructuración.	Finales de junio de 2013

## COLABORADORES

**ARCE, Óscar.** Desde octubre de 2009, es el Director del Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Anteriormente, ocupó la Subdirección General de Política Fiscal y Financiación Autonómica en la Oficina Económica del Presidente del Gobierno, entre octubre de 2008 y octubre de 2009, donde se incorporó procedente del Servicio de Estudios del Banco de España, donde trabajó como economista en el Departamento de Estudios Monetarios y Financieros entre 2004 y 2008. Es Doctor en Economía por la London School of Economics (2005), donde también fue profesor asociado de macroeconomía, Doctor en Ciencias Empresariales por la Universidad de Burgos (2002) y Máster en Economía por la University College London (2000). Ha elaborado numerosos estudios sobre modelización macroeconómica, política monetaria y fiscal, sistema financiero, mercado inmobiliario y economía española, con varias publicaciones en revistas científicas especializadas.

**BENZO GONZÁLEZ-COLOMA, Álvaro.** Español, nacido en Helsinki (Finlandia) en mayo de 1980. Es Inspector de Entidades de Crédito del Banco de España donde ingresó en el año 2006. Es licenciado en Derecho por la Universidad Complutense de Madrid y Máster en Bolsas y Mercados Financieros por el Instituto de Estudios Bursátiles (IEB). Actualmente está destinado como Experto Nacional Destacado en la Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros de la Comisión Europea. En la Comisión Europea ha realizado tareas fundamentalmente relacionadas con la reforma del sistema financiero europeo entre las que destaca su trabajo en el programa de ajuste económico en Irlanda donde es responsable del seguimiento e implementación de la condicionalidad relativa al sector bancario. Asimismo, es miembro de distintos grupos de trabajo del Consejo de Riesgo Sistémico Europeo (ESRB) y de la Autoridad Europea de Supervisión Bancaria (EBA). Es profesor en el Master of International Finance y ha colaborado también en otros programas de posgrado impartidos por el IEB. Es además profesor en excedencia de la Fundación Universitaria San Pablo-CEU.

**BERGES LOBERA, Ángel.** Nacido en Zaragoza, es Licenciado en Empresariales por la Universidad Autónoma de Barcelona, y Doctor en Finanzas en la Universidad de Indiana - Purdue (USA), donde permaneció tres años como becario Fulbright. Socio Fundador (desde 1988) de AFI (Analistas Financieros Internacionales) de la que es actualmente Consejero Delegado. Desde abril de 2011 forma parte del Grupo Consultivo (Stakeholders Group) de la European Securities and Markets Authority (ESMA). Es desde 1997 Consejero de Adolfo Domínguez, S.A.; y fue miembro del Comité Técnico del índice IBEX desde 1990 a 1997. Catedrático de Economía Financiera y Contabilidad en la Universidad Autónoma de Madrid. Ha publicado doce libros y más de cien artículos en revistas nacionales y extranjeras, sobre diferentes aspectos de los mercados financieros. Ha sido Presidente de la European Finance Association, primer español en dicho cargo.

**CALVO VÉRGEZ, Juan.** Es Licenciado en Derecho por la Universidad Complutense y Doctor en Derecho por la Universidad de Alcalá, habiendo impartido docencia en las Universidades de León y de Extremadura. El autor viene desarrollando desde hace años una importante labor investigadora plasmada en diversas monografías, colaboraciones en obras colectivas y artículos doctrinales relativos a cuestiones tales como la aplicación del principio de reserva de ley en materia tributaria, la financiación autonómica, la fiscalidad inmobiliaria, el control presupuestario, el régimen fiscal de los planes y fondos de pensiones, de las Instituciones de Inversión Colectiva y de los Sistemas Institucionales de Protección, etcétera.

**CANO MARTÍNEZ, David.** Licenciado en Dirección y Administración de Empresas y Máster en Finanzas Cuantitativas por Afi, Escuela de Finanzas, es socio de Analistas Financieros Internacionales y

Director General de Afinet Global EAFI, la filial del Grupo Afi especializada en el asesoramiento en gestión de patrimonios, fondos de inversión y fondos de pensiones. Además, es asesor de cabecera de algunas de las principales multinacionales españolas en gestión y coberturas del riesgo de tipo de cambio y de interés. Es coautor de una decena de libros de economía y de más de 50 artículos sobre política monetaria, mercados financieros y finanzas empresariales. Es profesor de los más prestigiosos centros de postgrado en finanzas españolas.

**CARBÓ VALVERDE, Santiago.** Nacido en Gandía (Valencia) en 1966. Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad de Valencia, Doctor (PhD) *in Economics* y *Master in Banking and Finance* por la *University of Wales*, Bangor, (Reino Unido). Es Catedrático de Economía y Finanzas de la Bangor University (Reino Unido). Ha sido catedrático de Fundamentos del Análisis Económico de la Universidad de Granada. Es Director de Estudios Financieros de la Fundación de las Cajas de Ahorros (Funcas). Es Profesor Investigador del Instituto Valenciano de Investigaciones Económicas (Ivive). Es Presidente del Comité de Rating de Axesor. Ha sido y aún es, en algunos casos, asesor y colaborador de instituciones públicas como el Banco Central Europeo y la Federal Reserve Bank of Chicago así como también entidades financieras (BMN) y en consultoras de prestigio internacionales. Autor de más de 200 artículos y publicaciones sobre el sistema financiero. Ha publicado, entre otras, en las siguientes revistas: *European Economic Review*, *Review of Finance*, *Journal of Money, Credit and Banking*, *Journal of International Money and Finance* o *Journal of Banking and Finance*. Ha impartido conferencias y seminarios en foros internacionales (G-20) y en varios Bancos Centrales e instituciones regulatorias.

**CUERPO CABALLERO, Carlos.** Pertenece desde el año 2008 al Cuerpo Superior de Técnicos Comerciales y Economistas del Estado. Tras su paso por la Dirección General de Análisis Macroeconómico y Economía Internacional en el Ministerio de Economía y Competitividad, actualmente trabaja para la Comisión Europea en calidad de Experto Nacional Destacado. Dentro de la Dirección General de Asuntos Económicos y Financieros de la Comisión Europea, ejerce responsabilidades relacionadas con la puesta en marcha del recién estrenado Procedimiento de Desequilibrios Macroeconómicos. Cabe destacar su trabajo de seguimiento y análisis de los mercados de activos inmobiliarios y las pautas de endeudamiento del sector privado. Es Máster en Análisis Económico por la London School of Economics y licenciado en Economía por la Universidad de Extremadura. Ha desarrollado labores docentes a nivel universitario y de posgrado en diversas instituciones, como la Universidad de Extremadura, el Centro de Estudios Económicos y Comerciales (CECO), la London School of Economics o la George Washington University, entre otras.

**GARCÍA ANDRÉS, Gonzalo.** Es Técnico Comercial Economista del Estado y Licenciado en Ciencias Económicas por la Universidad Autónoma de Madrid. Ha desempeñado gran parte de su carrera profesional en la actual Secretaría General del Tesoro y Política Financiera del Ministerio de Economía y Competitividad. Allí fue Subdirector General de Análisis Financiero y Estratégico, con responsabilidad en temas de estabilidad financiera y gestión de crisis, política financiera internacional (UE, G20) y asesoramiento al Fondo de Reserva de la Seguridad Social. En septiembre de 2009 se hizo cargo de la Subdirección General de Financiación y Gestión de la Deuda Pública, asumiendo en pocos meses la necesidad de adaptar el programa de financiación del Tesoro a la inestabilidad generada por la crisis fiscal griega y su contagio al resto del área euro. Desde septiembre de 2010 y hasta enero de 2012 ha sido Director General de Financiación Internacional, lo que le ha permitido además formar parte de los Consejos del Banco Europeo de Inversiones y de CESCE. Ha sido también Profesor Asociado de Fundamentos del Análisis Económico en la Universidad Rey Juan Carlos y ha publicado diversos artículos sobre temas

de regulación, monetarios y financieros en revistas españolas. En la actualidad es asesor en la Subdirección General de Asuntos Económicos y Financieros de la Unión Europea y de la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera de la Zona Euro. En septiembre de 2012 se incorporará a la Embajada de España en Washington como Consejero Económico y Comercial.

**GONZALO, Víctor.** Es Director General Adjunto de Intermoney SA. En la actualidad su dedicación está centrada en servicios de asesoría a entidades financieras, organismos reguladores, supervisores e instituciones multilaterales, en los ámbitos de la estrategia y organización financiera, la gestión del riesgo y el análisis de mercados y modelos de negocio. Tiene amplia experiencia en análisis económico, finanzas cuantitativas, modelos de riesgo financiero, mercados de deuda, esquemas de integración y fusión, valoración de instrumentos financieros, regulación financiera y gestión financiera y de riesgos. Víctor cuenta con amplia experiencia como docente universitario en cursos, como ponente en seminarios y simposios sobre finanzas y banca y como autor de diversas publicaciones. Es Doctor en Economía por la Universidad Complutense, Máster en Hacienda Pública, Gasto Público y Programación Económica y Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales por la Universidad Autónoma de Madrid.

**MAYORDOMO, Sergio.** Desde septiembre de 2010, es técnico en el Departamento de Estudios, Estadísticas y Publicaciones de la Comisión Nacional del Mercado de Valores. Anteriormente, fue profesor asociado de Finanzas en la Universidad de Navarra durante el curso 2011/2012 y ayudante del Departamento de Economía de la Empresa de la Universidad Carlos III de Madrid entre septiembre de 2006 y junio de 2010. Es Doctor en Economía Financiera por la Universidad Carlos III (2010), Máster en Economía y Finanzas por el Centro de Estudios Monetarios y Financieros (CEMFI) y Licenciado en Economía por la Universidad Carlos III. Ha elaborado más de una decena de estudios sobre los mercados de derivados de crédito y otros mercados financieros, la estabilidad financiera y riesgo sistémico, y la composición de las carteras de los hogares españoles; siendo varios de ellos publicados en revistas científicas.

**PINO, Antonio del.** Pertenece al Cuerpo Superior de Técnicos Comerciales y Economistas del Estado. Actualmente, ejerce las funciones de coordinador de área en la Secretaría General del Tesoro y Política Financiera. Ha sido inspector jefe de competencia en la Comisión Nacional de la Competencia. En la Universidad Pontificia Comillas (ICAI-ICADE) realizó la doble licenciatura en Derecho y en Administración y Dirección de Empresas (E3). Ha trabajado como abogado en el departamento de Derecho Fiscal Internacional en el bufete de abogados Garrigues. Es profesor titulado de piano por el conservatorio profesional de música de Amanuel de Madrid.

**RODRÍGUEZ FERNÁNDEZ, Francisco.** Licenciado en Ciencias Económicas y Empresariales y Doctor en Economía por la Universidad de Granada, en la que es Profesor Titular de Fundamentos del Análisis Económico. Ha realizado estudios de postgrado en la Universidad de Módena y la Universidad de Bolonia (Italia). Ha sido investigador visitante en la Universidad de Bangor (Gales), la Universidad de Alberta de Edmonton (Canadá), y el Departamento de Investigación de la Reserva Federal de Chicago. En la actualidad, es asimismo investigador de la Dirección de Estudios Financieros de la Fundación de las Cajas de Ahorros (Funcas). Ha llevado a cabo proyectos de investigación competitivos en las redes del Ministerio de Ciencia e Innovación (España), el Consejo de Innovación y Ciencia de la Junta de Andalucía y otras instituciones como la Comisión Europea. Ha publicado más de 50 artículos en diversas revistas nacionales e internacionales sobre temas relacionados con los sistemas financieros, el sector bancario, la competencia y el crecimiento económico, tales como: *Review of Finance, Journal of Banking and Finance, Journal of Financial Services Research, Regional Studies, European Urban and Regional Studies, Journal of Economics and Business, Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, Moneda y Crédito, Investigaciones Económicas, Revista de Economía Aplicada y Papeles de Economía Española.*

## PUBLICACIONES DE LA FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS

### Últimos números publicados:

#### PAPELES DE ECONOMÍA ESPAÑOLA

- N.º 131. La economía del transporte marítimo y los puertos  
N.º 132. La empresa en España

#### PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO

- N.º 103. Agencias de calificación crediticia  
N.º 104. Los tipos de cambio tras la gran recesión

#### PANORAMA SOCIAL

- N.º 14. El ocio de los españoles  
N.º 15. Generaciones y relaciones intergeneracionales

#### CUADERNOS DE INFORMACIÓN ECONÓMICA

- N.º 228. Modelos de crecimiento. Una diversidad polémica  
N.º 229. Incertidumbre y débil pulso económico

## PRECIO DE LAS PUBLICACIONES

AÑO 2012

Publicación	Suscripción			Números sueltos	
	Suscripción anual	Edición papel €	Edición digital €	Edición papel €	Edición digital €
Papeles de Economía Española	4 números	55	39	17	12
Perspectivas del Sistema Financiero	3 números	40	28	15	11
Cuadernos de Información Económica	6 números	66	46	13	9
Panorama Social	2 números	25	17	14	9
Libros				15	10
Estudios				13	9

Los precios incluyen el IVA. No incluyen los gastos de envío.

## SUSCRIPCIÓN Y PEDIDOS

**INTERNET:** <http://www.funcas.es/Publicaciones/Compras/>

**E-MAIL:** [suscrip@funcas.es](mailto:suscrip@funcas.es)



### LA CRISIS DE LA DEUDA SOBERANA: UNA PERSPECTIVA EUROPEA

Álvaro Benzo González-Coloma y Carlos Cuerpo Caballero

El proyecto europeo de integración monetaria, surgido de la crisis del Sistema Monetario Europeo y coronado con la creación de la moneda única en 1999, está siendo sometido a una dura prueba de resistencia a raíz de la reciente crisis económica y financiera. En efecto, en Europa y particularmente en la Zona Euro, la crisis actual ha adquirido una dimensión inesperada con fuertes repercusiones que van más allá de lo económico y financiero, alcanzando ámbitos institucionales, políticos y sociales.

La coexistencia de importantes desequilibrios macroeconómicos con una mayor interdependencia entre los mercados de los Estados Miembros creó el caldo de cultivo idóneo para que la crisis financiera originada en la segunda mitad de 2007 en Estados Unidos tuviera una especial gravedad y una rápida propagación a nivel europeo. Con todo ello, la necesaria corrección de los desajustes acumulados durante la fase expansiva conllevó una profundización de los efectos de la crisis sobre la economía real y un empeoramiento de las finanzas públicas, poniendo a numerosos Estados Miembros bajo el escrutinio de los mercados, y desencadenando la adopción de fuertes medidas de austeridad. La combinación de estas políticas contractivas con el proceso de desapalancamiento (forzoso en la mayoría de los casos) que está llevando a cabo el sector privado está suponiendo un gran lastre para el crecimiento económico.

Asimismo, las deficiencias existentes en el marco institucional comunitario previo al estallido de la crisis, han supuesto un factor contractivo añadido. Por una parte, no existían mecanismos adecuados de monitorización, identificación y corrección de desequilibrios macroeconómicos. Además, el Pacto de Estabilidad y Crecimiento no proporcionaba suficientes incentivos para garantizar la disciplina fiscal de los Estados Miembros y se carecía de un mecanismo para la resolución de las crisis de deuda soberana. Por último, la fragmentación de los sistemas de regulación y supervisión financieros y la ausencia de una autoridad de supervisión comunitaria impedía una valoración adecuada de las exposiciones transfronterizas para la identificación de riesgos sistémicos.

Ante ello, las estructuras y los principios sobre los que se cimentaba la unión monetaria y el mercado único están experimentando un profundo proceso de revisión y cambio con el objetivo de reforzar la coordinación y la supervisión económica y presupuestaria en torno a tres grandes ejes: la estabilidad financiera, la sostenibilidad de las finanzas públicas y el crecimiento económico.

A pesar de los esfuerzos realizados, la crisis de deuda soberana a día de hoy es más grave que nunca. Recientes acontecimientos, como el futuro incierto de Grecia unido a la necesidad de asistencia financiera externa expresada por España en el marco del ejercicio de recapitalización y saneamiento de los balances bancarios han contribuido a poner a la Eurozona y quizá también a Europa en una difícil encrucijada: dar pasos decisivos hacia una mayor integración o aceptar la ruptura de la unión actual y la salida de alguno de sus miembros. Además, los sistemas financieros nacionales superan con creces el tamaño de sus economías nacionales y han excedido la capacidad de sus mecanismos de gestión de crisis domésticos, diezmos en muchos casos por la fragilidad de las finanzas públicas.

Con objeto de recuperar de forma urgente la confianza plena de los inversores, necesaria para reactivar el crecimiento, los Estados Miembros deben demostrar su firme compromiso con la unión

monetaria. En los primeros compases de la crisis se ha podido comprobar el enorme efecto contagio que en la práctica provoca cualquier titubeo o falta de determinación con respecto a la moneda única. Asimismo, para romper el círculo derrotista formado por las interrelaciones entre la crisis de la deuda soberana, las tensiones en el sistema financiero y los problemas de crecimiento económico, es necesario un enfoque estratégico que abarque el problema en su conjunto. En este sentido, el reforzamiento de la unión política de Europa, el progreso hacia una auténtica unión fiscal y la puesta en marcha de procesos que puedan conducir a la creación de una verdadera unión bancaria se presentan como retos difíciles y al mismo tiempo inaplazables para garantizar la estabilidad y el adecuado funcionamiento de la Zona Euro y el mercado único.

### EUROLETRAS PARA EL CRECIMIENTO

Gonzalo García Andrés

Desde 2010, la estrategia aplicada por las autoridades europeas considera que la causa fundamental de la crisis son los problemas estructurales de las economías del sur e Irlanda, tratándose de distintas combinaciones de exceso de deuda privada y/o pública y de apreciación real. En el caso particular de Grecia, se ha aplicado finalmente un tratamiento acorde con el problema de solvencia, mediante una complicada operación de reestructuración de la deuda con una quita de más del 50 por 100. Por su parte, los programas de ajuste en Irlanda y Portugal se están aplicando de manera muy satisfactoria a juicio del FMI y las autoridades europeas, en un entorno externo poco propicio. Por último, España e Italia han acelerado su ritmo de ajuste fiscal y están abordando problemas estructurales históricos. De forma paralela, se ha reforzado de manera decisiva el marco institucional de la Unión Monetaria con el Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza, que eleva el compromiso político con la disciplina fiscal, con la creación del Mecanismo Europeo de Estabilidad y con la ampliación de la supervisión multilateral al ámbito de los desequilibrios macroeconómicos. Sin embargo, las decisiones de política económica y financiera que se han tomado en la Zona Euro para abordar los problemas estructurales de gran envergadura, se han basado en un diagnóstico incompleto.

Si bien en teoría existen tres soluciones para el problema de coordinación (siendo estas la asistencia financiera, la intervención creíble del Eurosistema en los mercados de deuda y la emisión de deuda con garantía solidaria), en la realidad solo existen dos, dado que la primera no supone una verdadera solución. La solución al problema de coordinación que amenaza al euro radica en la construcción de un mercado de deuda pública nuevo con garantía solidaria de todos los Estados, siguiendo la propuesta de emitir Euroletras planteada por Hellwig y Philippon (2011) como mecanismo para acabar con el fallo de coordinación y reanimar el crecimiento. En este sentido, las Euroletras pueden representar la primera fase del avance equilibrado y gradual hacia la unión financiero-fiscal. La propuesta consiste en emitir toda la deuda pública con vencimiento inicial igual o inferior a 12 meses con garantía conjunta y solidaria de todos los Estados Miembros del euro. De esta forma, los Estados Miembros renunciarían a emitir deuda nacional con este vencimiento de manera que las Euroletras se convertirían en el único activo monetario sin riesgo del área euro, y existiría así un único tipo de interés tanto en la emisión como en el mercado secundario.

El Consejo Europeo debería acordar la emisión de Euroletras a partir del 1 de enero de 2013, reafirmando (incluyendo a Francia) su determinación para ratificar y aplicar con rigor el nuevo Tratado de Estabilidad, Coordinación y Gobernanza. Es un paso indispensable, equilibrado políticamente y poco costoso para los países AAA, que permitirá desbloquear la circulación financiera dentro del área y acabar con la bifurcación del capital. Es una medida en la mejor tradición comunitaria de gradualismo para alcanzar una unión cada vez más estrecha entre los pueblos de Europa. Administrada como tratamiento

de choque junto con la indispensable unión bancaria, las Euroletras pueden curar al paciente.

## DEUDA SOBERANA Y ACTIVOS SIN RIESGO

Ángel Berges y David Cano

Durante más de medio siglo, la relación entre rentabilidad y riesgo ha jugado un papel relevante en la teoría financiera. En ese binomio, el denominado “activo sin riesgo”, generalmente identificado con los bonos emitidos por el Tesoro de las principales economías del mundo, actuaba como “ancla” para la valoración relativa de todos los activos financieros. Sin embargo, los acontecimientos de los dos últimos años en los mercados de deuda pública han incorporado grandes dudas sobre la capacidad de dichas referencias de renta fija para seguir siendo considerados como activos sin riesgo, dado el importante descenso en sus cotizaciones, reflejando una posibilidad significativamente distinta de cero de que no pueda ser recuperado íntegramente el capital invertido.

Desde el inicio de la crisis, el abanico de activos percibidos como “sin riesgo” ha caído drásticamente con importantes implicaciones en numerosos ámbitos de las finanzas, tanto los relacionados con la gestión de carteras, como en las finanzas corporativas, como especialmente en la gestión de las entidades financieras sometidas a regulación. La actual crisis financiera global ha supuesto una fuerte reducción de la oferta del convencional activo libre de riesgo, es decir, el bono a 10 años de un Tesoro AAA. Ello tiene importantes implicaciones sobre un buen número de agentes que, o bien aplican teorías financieras generalmente aceptadas o bien están sujetos a regulaciones que se basan en el concepto tradicional de activo refugio.

El sistema bancario destaca como uno de los agentes más afectados. Este, a su vez, transmite sobre la denominada “economía real” todas las distorsiones que sufre como respuesta del deterioro del activo libre de riesgo, en mayor o menor medida en función de la importancia de la intermediación bancaria en la financiación y del papel jugado por el banco central en la política monetaria no convencional desarrollada en los últimos dos años. En este nuevo entorno se debe desmitificar el activo libre de riesgo, rebajar sus condiciones de rating o aceptar otros activos como libres de riesgo, bien sea por su naturaleza (fondos de inversión monetarios) o por la eficacia a la hora de reducir los distintos riesgos que soporta (coberturas naturales o coberturas a través de instrumentos derivados).

## EL MERCADO EUROPEO DE CDS SOBERANOS EN EL CONTEXTO DE LA CRISIS DE DEUDA SOBERANA

Óscar Arce y Sergio Mayordomo

Desde el inicio de la crisis de deuda soberana en Europa a finales de 2009, los mercados de *Credit Default Swaps* (CDS) y de bonos soberanos han acaparado un interés creciente por parte de analistas, inversores y reguladores, fundamentalmente, por dos motivos. En primer lugar, las primas de riesgo crediticio de la deuda en los países desarrollados han aumentado significativamente tras el colapso de Lehman Brothers. La percepción generalizada de los bonos soberanos como activos de alta calidad crediticia se ha puesto en entredicho y con ello la existencia de un activo libre de riesgo, en el sentido tradicional de la palabra. En segundo lugar, la actividad en el mercado de CDS ha aumentado significativamente. Hasta hace unos años la actividad relativa a estos productos derivados, normalmente, se restringía al ámbito de la deuda corporativa y, en algunos casos, al de la deuda pública emitida en economías emergentes. Sin embargo, el reciente empeoramiento de la percepción acerca de la situación fiscal de algunos países europeos ha conllevado un aumento significativo de la actividad en los mercados de CDS soberanos de varios de estos países.

Paralelamente, han surgido nuevos planteamientos acerca de las posibles fuentes de riesgo sistémico en los mercados de CDS, su relación con los mercados de deuda subyacente o la posible utilización de los CDS como herramienta de distorsión, o incluso manipulación, de los mercados de deuda. Estas discusiones han alcanzado una especial relevancia en un contexto en el que los diferenciales de los bonos de los países (definidos como la diferencia del tipo de interés del bono del país respecto al de otro bono “libre de riesgo”) han cobrado, asimismo, una importancia y atención crecientes. En este sentido, no es descartable que posibles distorsiones en los diferenciales de los bonos debidas a factores no relacionados con la calidad crediticia del país correspondiente, sino relativos al funcionamiento de los propios mercados de bonos o de CDS, puedan tener efectos económicos significativos.

Con objeto de analizar estas cuestiones, el artículo ilustra la evolución y relación del mercado de CDS y bonos soberanos durante la crisis de deuda soberana en la Unión Económica y Monetaria (UEM) y se presentan las principales magnitudes del mercado de CDS y bonos soberanos en la UEM. Asimismo, se muestran los resultados de dos análisis basados en estos mercados: el análisis de los determinantes de las desviaciones entre la prima del CDS y el *spread* del bono y el análisis de la eficiencia informacional de los mercados de bonos y CDS soberanos. Por otro lado, el artículo detalla los aspectos básicos del procedimiento de activación de las cláusulas de los contratos de CDS en la reciente reestructuración de la deuda griega.

En base a la evidencia empírica documentada en los estudios presentados en este artículo, se muestra que las desviaciones entre los precios de los *spreads* de los CDS y bonos subyacentes se ven afectadas significativamente por factores tales como el riesgo de contraparte de los oferentes de CDS, los costes de financiación, el nivel de volatilidad en los mercados de acciones, el grado relativo de liquidez de ambos mercados y el volumen de deuda comprada por el BCE en el mercado secundario. Estos resultados permiten concluir que ambos mercados no reflejan la misma información y de ahí las desviaciones que se observan entre ambos *spreads*. En cuanto al análisis de la eficiencia de los dos mercados a la hora de reflejar la información referente al riesgo de crédito, la evidencia empírica sugiere que el proceso de formación de precios muestra un patrón dinámico que parece estar influido sistemáticamente por la presencia de determinados factores y fricciones en estos mercados. En concreto, los factores que determinan las desviaciones entre los *spreads* de bonos y CDS soberanos junto con los acuerdos de la banca privada para aceptar pérdidas derivadas de sus tenencias de deuda griega parecen estar teniendo un efecto determinante en la eficiencia informacional de ambos mercados.

## EL “BUCLE” ENTRE SECTOR BANCARIO Y DEUDA SOBERANA

Santiago Carbó y Francisco Rodríguez

En este artículo se analiza la relación que existe entre la deuda soberana y deuda bancaria en el contexto de la crisis financiera en Europa, con especial atención al caso español. Se repasan las implicaciones que la literatura económica considera en relación a las tenencias de deuda pública por parte de las entidades financieras y se profundiza en los principales datos recientes y en las decisiones de política económica relacionadas con estas cuestiones, en el ámbito de los mecanismos de resolución de la crisis en la Eurozona.

En el artículo se ofrece también una amplia discusión sobre los vehículos de financiación y recapitalización europeos —la Facilidad Europea de Estabilidad Financiera (FEEF) y el Mecanismo Europeo de Estabilidad (MEDE)— y de sus capacidades para reducir el riesgo soberano y su interconexión con el bancario.

El artículo se cierra con algunas reflexiones de política económica principalmente centradas en la necesidad de corregir los aspectos estructurales que propician una interacción no conveniente entre deuda bancaria y deuda soberana y de avanzar con los mecanismos de financiación, de garantía y de solvencia —fundamentalmente, en el seno de una unión bancaria europea— como uno de los elementos esenciales para la salida de la crisis y el propio futuro de la Eurozona.

## **LOS EFECTOS DEL RIESGO SOBERANO SOBRE LA DEUDA PÚBLICA**

**Víctor Gonzalo**

Desde finales de 2009, tras el conocimiento de graves desequilibrios en las cuentas públicas griegas y de su sistemático ocultamiento por sucesivos gobiernos, buena parte de la tensión sobre los mercados financieros se ha concentrado en los mercados de deuda soberana de la periferia de la Unión Monetaria (Grecia, Portugal, Irlanda, España, Italia, Chipre), con ciertos episodios de tensión en países centrales (Bélgica, Francia). Este estado de la situación, en la que la única vía para la refinanciación de nuestra economía es el BCE, dista mucho de ser la mejor solución y entra en abierta contradicción con los objetivos que alentaban el proyecto del euro, pero en ausencia de una integración más intensa son la única vía de salida para la financiación.

En este sentido, y aunque no haya garantía siquiera para que sea una solución inmediata a los problemas de financiación, se requeriría instrumentar mecanismos comunes en la Zona Euro para el acceso al mercado por parte de los emisores soberanos afectados por el cierre de los mercados. La estructuración de tales vehículos choca frontalmente con las posibilidades de los tratados europeos y la renuencia de los países centrales a compartir riesgos. Probablemente, la condición necesaria sea una importante renuncia a la soberanía fiscal de los estados, e incluso, más allá, al mantenimiento de fuertes desequilibrios por cuenta corriente en las distintas jurisdicciones que componen el euro. Con ello, debería redefinirse el papel del BCE, y su papel central en la financiación de las economías con dificultades, para evitar que siga siendo el canal residual de solución de problemas.

## **LOS EFECTOS DEL RIESGO SOBERANO SOBRE LA DEUDA PRIVADA**

**Antonio del Pino Rodríguez**

La recesión económica, en conjunción con la crisis financiera que algunos países desarrollados están sufriendo en los últimos tiempos, está contribuyendo a un mayor deterioro de las finanzas públicas, y por tanto, a una mayor dificultad para resolver la crisis de la deuda. En este sentido, Europa se enfrenta a un círculo vicioso formado por riesgo soberano, riesgo financiero y riesgo macroeconómico que parece difícil de romper. Para poder atajar la crisis de la deuda soberana, las instancias comunitarias están exigiendo a los países con un deterioro mayor en sus cuentas públicas un ajuste presupuestario muy fuerte. Sin embargo, tales medidas pueden suponer eventuales efectos procíclicos en un escenario de recesión a nivel macroeconómico. En este sentido, los efectos de un ajuste presupuestario muy fuerte podrían tener efectos depresivos, ya que el temor a la recesión subsiguiente genera dudas sobre la sostenibilidad de la deuda. Sin embargo, si los estados no llevan a cabo medidas de austeridad, la deuda pública también podría terminar siendo insostenible.

El sistema financiero europeo, en su esfuerzo para recapitalizarse de acuerdo con la nueva normativa de capital de Basilea III, adolece todavía, en cierta medida, del empacho de endeudamiento de la última década. La consecuencia es una fuerte restricción del crédito que, a pesar de los programas de apoyo (bien de gobiernos, bien de

bancos centrales), contribuye a ahondar en la recesión económica. Por su parte, el aumento de la desconfianza en torno a la deuda pública está generando gran inestabilidad en los mercados, que se está traduciendo en una manifiesta dificultad para que los bancos obtengan nueva financiación. Este trabajo analiza la interconexión entre riesgo público y riesgo financiero en los últimos años, para lo cual delimita conceptualmente los instrumentos que forman parte del universo de la deuda privada y evalúa los últimos desarrollos de los mercados de deuda privada europea, prestando especial atención al mercado español.

Parece necesario en este sentido avanzar en tres frentes de forma simultánea. En primer lugar, en los países más acuciados por la crisis, implementar las consabidas reformas estructurales para aumentar la flexibilidad de sus economías, y caminar hacia la consolidación de las cuentas públicas para soslayar el desafío que supondría la insostenibilidad de la deuda. En segundo lugar, es necesario que los países del euro que gozan de mayor salud se comporten como la locomotora de toda la eurozona (de lo contrario los esfuerzos de los países periféricos podrían resultar baldíos). Finalmente, es indispensable apostar por una mayor convergencia de los presupuestos nacionales, acompañada por una mayor cesión de soberanía a las instituciones europeas, con el objetivo de permitir la necesaria coordinación entre la política monetaria y la presupuestaria.

## **LÍNEAS DE ACTUACIÓN ACOMETIDAS POR EL BANCO CENTRAL EUROPEO DESTINADAS A GARANTIZAR LA ESTABILIDAD FINANCIERA EN LA ZONA EURO**

**Juan Calvo Vérguez**

Desde que se inició la actual crisis de deuda el Banco Central Europeo ha comprado bonos de los países con problemas, y no solo de los rescatados, sino también (con efectos desde el pasado mes de agosto) de países como España e Italia. Su intervención no ha estado exenta de críticas, a pesar de que las compras se han producido en cantidades muy moderadas y han sido posteriormente “esterilizadas”, al retirarse del mercado una cantidad igual de dinero. Por un lado, una intervención ilimitada del BCE conllevaría potenciales efectos negativos. En primer lugar, la no intervención del BCE en la quita del sector privado en Grecia mandaría un mensaje negativo al mercado, hasta el punto de que dicha decisión podría ser interpretada en el sentido de que, a la hora de cobrar, los títulos del organismo tienen preferencia frente a los de los tenedores privados. En segundo término, el desarrollo de una constante política de estímulos podría terminar provocando que el BCE perdiese apoyos entre los Estados de la Zona Euro más críticos con la monetización de la deuda y con el consecuente riesgo de una inflación disparada. Por otro lado, cabe plantearse hasta qué punto una intervención ilimitada del BCE podría llegar a implicar que los Estados no cumplieran con sus responsabilidades dado que el BCE les ayudaría igualmente. En este sentido, si el BCE optase por esta alternativa de manera indefinida podría terminar desatándose una crisis política en la Zona Euro, máxime teniendo presente que hay Estados como, por ejemplo, Alemania, que se hallan en la actualidad en desacuerdo con la adopción de estímulos.

Por otro lado, las entidades financieras han venido comprando deuda pública con intereses superiores al 4 por 100 que, además, no les consume capital, acudiendo con ellos al BCE para captar financiación al 1 por 100, o al revés. Con esta operativa, conocida como *carry trade*, consiguen sacar un margen sustancioso que tiene un impacto muy positivo en las cuentas de resultados, en un momento en el que el negocio típico bancario (el de captar pasivo y dar créditos) se encuentra completamente paralizado. Pero si bien el *carry trade* se presenta como una operativa con la que la banca mejora, de forma artificial, sus cuentas de resultados, termina poniéndose en riesgo el verdadero objetivo que persigue el BCE con las nuevas medidas de liquidez, a saber, que el crédito fluya de nuevo a la economía real.

Según nuestro entendimiento, el supervisor comunitario ha de respaldar a aquellas entidades financieras que se encuentran sometidas a presión, sin perjuicio de que las actuaciones acometidas por aquel en los mercados de la deuda soberana adquieran un carácter limitado y condicionado. En todo caso, parece razonable estimar que la capacidad con la que cuenta el BCE de extender su apoyo a la liquidez genera una mayor confianza que aquella otra que puedan despertar otros organismos. En este sentido, con independencia de reconocer que los préstamos del BCE lograron evitar una grave crisis crediticia sirviendo dicha flexibilización de las condiciones financieras de apoyo a la economía real, ello no contribuyó a financiar los nuevos préstamos a empresas y particulares. La mayor parte de las entidades financieras ha continuado desapalancándose para cumplir la nueva normativa de capital. Y, como es sabido, si lo que se pretende es

fortalecer la economía real resulta indispensable que los bancos y los gobiernos lleven a cabo reformas destinadas a fomentar la productividad y la competitividad. Sin embargo, a pesar de que las inyecciones de liquidez del BCE contribuyeron a salvar la situación de liquidez de la banca permitiendo hacer frente a la situación de contracción del crédito, no creemos que se haya logrado solventar el deterioro de la financiación del sector privado. Por otro lado, lograr una menor tensión en las emisiones de deuda soberana podría representar un paso previo a la reactivación del mercado interbancario, facilitando así que las entidades financieras mejoren su disposición para conceder créditos a empresas y particulares. Y no se ha de olvidar además que el lugar natural de la intermediación financiera es el mercado, debiendo constituir el precio natural el que allí se configure.

**E**l sistema financiero español vive hoy una situación de cambio. Su proceso de modernización y reforma ha dado origen a nuevas instituciones y a la alteración en su funcionamiento de muchas de las ya existentes.

Facilitar un conocimiento mejor del sistema financiero español en la actualidad constituye el propósito de PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO.

Con tal finalidad, PERSPECTIVAS DEL SISTEMA FINANCIERO trata de facilitar a sus lectores una contemplación de nuestra actual realidad financiera, analizando las principales instituciones que la integran, así como su operativa y funcionamiento. Este estudio de las instituciones del sistema financiero español se complementará con la valoración de sus principales problemas, que trataremos de obtener de quienes conocen o dirigen diariamente sus actividades.

Aspiramos a que estas tareas se realicen en el marco de los principios que presiden la actuación de la Fundación de las Cajas de Ahorros.

- Plena libertad intelectual de nuestros colaboradores.
- La responsabilidad de las opiniones emitidas y el respaldo riguroso de las afirmaciones realizadas para avalar adecuadamente tanto los planteamientos como las soluciones a los problemas estudiados.
- El compromiso de las opiniones con los problemas planteados por el sistema financiero español.
- La búsqueda y la defensa de los intereses generales en los temas objeto de tratamiento.
- La colaboración y sugerencias críticas de los lectores para que nuestras PERSPECTIVAS logren el propósito que con ellas pretendemos.

*Pedidos e información:*

FUNDACIÓN DE LAS CAJAS DE AHORROS  
Caballero de Gracia, 28  
28013 Madrid  
Teléfono: 91 596 54 81  
Fax: 91 596 57 96  
suscrip@funcas.es  
www.funcas.es

P.V.P.: Edición Papel, 15€ (IVA incluido)  
P.V.P.: Edición Digital, 11€ (IVA incluido)

ISSN8411329564



9 1778411 329560